

Metodología de Calificación de Deuda del Sector Público Respaldata por Ingresos no Fiscales

Metodología Maestra

Esta metodología actualiza y reemplaza el siguiente informe de criterios:

- Metodología de Calificación de Entidades Públicas Respaladas por Ingresos No Fiscales (Julio 2017).

Metodologías Relacionadas

[Metodología Global de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales - Fuera de los EE.UU](#)

[U.S. Public Finance Tax-Supported Rating Criteria \(May 2017\)](#)

Alcance

Deuda del Sector Público Respaldata por Ingresos no Fiscales: Esta metodología maestra establece el marco metodológico general que utiliza Fitch Ratings para calificar deuda emitida con la intención de financiar entidades del sector público o sin fines de lucro (emisor) con actividades que apoyan servicios y actividades públicos o sociales y cuya deuda se prevé sea pagada con ingresos propios del emisor. Estos emisores incluyen los que desarrollen funciones esenciales de servicios públicos tales como: educación, atención médica, vivienda social, servicios sociales e instituciones de beneficencia/culturales. Los ingresos y recursos del emisor pueden provenir de diversas fuentes, incluyendo cargos por servicios, subvenciones públicas (*public grants*), subsidios, fondos de beneficencia y apoyos fiscales e ingresos relacionados.

Calificaciones de Instrumentos: Las calificaciones bajo esta metodología son calificaciones en la escala internacional y son típicamente asignadas a instrumentos de deuda individuales y son por lo tanto calificaciones de emisión. Las Calificaciones de Riesgo Emisor (IDR) pueden ser también asignadas de la manera que se describe aquí o en metodologías de sector relacionadas. Las calificaciones de emisión y las IDR bajo esta metodología maestra y de sector relacionado no incorporan prospectos de recuperación en caso de incumplimiento. Cuando se va a determinar una calificación independiente para una entidad al aplicar la metodología para entidades públicas fuera de Estados Unidos, la calificación independiente sería considerada bajo esta metodología maestra y cualquier metodología de sector relacionada. Esta metodología aplica tanto a calificaciones nuevas como al seguimiento de las calificaciones existentes

Bonos Respalados por Ingresos de Transporte: La metodología no aplica a bonos respaldados por ingresos de transporte emitidos para financiar aeropuertos, puertos, carreteras y puentes que son calificados bajo la metodología de Fitch titulada "Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos", con fecha de agosto de 2017, y metodologías de sector relacionadas.

Factores Clave de Calificación

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

Riesgos de Operación: Fitch examina el perfil de operación del emisor, incluyendo la previsibilidad y volatilidad de los costos, los riesgos de ciclo de vida/renovación de capital, riesgos clave de costos de recursos y la capacidad para administrar el crecimiento en los costos con el tiempo.

Analistas

Jessalynn Moro
+1 212 908 0608
jessalynn.moro@fitchratings.com

Fernando Mayorga
+1 34 93 323 8407
fernando.mayorga@fitchratings.com

Margaret Johnson, CFA
+1 212 908-0545
margaret.johnson@fitchratings.com

Kevin Wu
+1 212 612 7848
kevin.wu@fitchratings.com

El presente documento es una traducción del titulado "Rating Criteria for Public Sector Revenue-Supported Debt" con fecha de febrero 26, 2018.

Perfil Financiero: La agencia evalúa el nivel de flexibilidad financiera que un emisor puede sostener a medida que enfrenta situaciones de estrés que se espera que ocurran durante el período de pronóstico correspondiente. Las métricas son utilizadas para evaluar los márgenes operativos del emisor, el perfil de liquidez y el apalancamiento en general en el contexto del perfil de riesgo del emisor.

Factores de Riesgo Asimétricos Adicionales: Factores de riesgo tales como la estructura de la deuda, la administración y gobernabilidad, los aspectos legales y regulatorios y los riesgos de país también son considerados al asignar una calificación. Estos factores de riesgo no se consideran en la escala de calificación, y solo características débiles afectan a la calificación.

Generalidades

Esta metodología maestra es utilizada por Fitch en conjunto con cualquier metodología de sector que resulte relevante. Las metodologías de sector específico proporcionan métricas y niveles de estrés indicativos, factores adicionales, expectativas de atributos o metodologías específicas. Esta metodología maestra asigna atributos clasificados como "fuerte", "medio" o "débil". Las metodologías de sector pueden proporcionar ajustes y evaluaciones de grupo en categorías alineadas a categorías tales como 'aaa', 'aa' y 'a' (Fuerte), 'bbb' (Medio) y 'bb' y 'b' (Débil), por ejemplo.

En este informe, la clasificación de atributos representa los puntos de vista analíticos de Fitch para una amplia gama de emisores. Las listas no son exhaustivas y algunos atributos pueden no ser relevantes para un emisor específico. Las tablas de atributos no son solamente listas de verificación sino una orientación cualitativa al evaluar el perfil de riesgo del emisor, y solo forman parte del proceso de calificación. En el caso de créditos no incluidos en el ámbito de aplicación de la metodología de sector específico, puede utilizarse exclusivamente la metodología maestra. La legitimidad de los ingresos es el punto de partida en el análisis de calificación; sin embargo, la influencia relativa que pueden tener los factores cualitativos y cuantitativos en una calificación varía entre emisores en un sector así como con el tiempo. Como lineamiento, cuando un factor de calificación clave es significativamente más débil que otro, este elemento más débil tiende a tener mayor peso en el análisis.

Ciertas entidades respaldadas por ingresos fiscales, tales como los organismos de tránsito y las autoridades de hospitales públicos combinan impuestos e ingresos operativos para soportar la solvencia de la empresa y promover un beneficio público. La evaluación de la variabilidad de los ingresos fiscales se considerará de manera consistente con la "Metodología Global para la Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Fuera de los Estados Unidos" o la "Metodología de Calificación Respaldada por Ingresos Fiscales en los Estados Unidos", y los riesgos restantes serán considerados bajo estas metodologías maestras o metodologías de sector relacionadas.

No todos los factores de calificación en estas metodologías son aplicables a cada acción de calificación o calificación individual. Cada comentario de acción de calificación o informe de calificación específico discutirá los factores más relevantes para cada acción de calificación individual.

Fitch ha observado que las características del ingreso y del riesgo de operación en Estados Unidos tienden por lo general hacia evaluaciones de atributos más fuertes. Fuera de los Estados Unidos, hay una amplia gama de características, y las mismas pueden tender hacia evaluaciones de atributos de medio-rango y débiles. Además, fuera de los Estados Unidos, es

más probable que las calificaciones se vean afectadas por otros factores tales como el techo país y limitaciones por la calificación soberana y en mercados en desarrollo, factores de gobierno corporativo asimétricos. Cuando sea relevante, estas diferencias se verán reflejadas en los atributos y podrían dar lugar a calificaciones más débiles para un determinado apalancamiento, o un menor apalancamiento para una calificación determinada.

Los niveles de calificación analizados en la metodología maestra y en cualquier metodología de sector se refieren a la escala de calificación internacional de Fitch. Para emisiones de deuda en mercados locales que requieren calificaciones en la escala nacional, Fitch evaluará los atributos de los factores clave de calificación de acuerdo a lo aquí establecido y aplicará una calificación dentro de la escala nacional pertinente. Consulte la metodología titulada “Metodología de Calificaciones en Escala Nacional – Metodología Intersectorial”, con fecha de marzo 2017.

Evaluación de la Estabilidad del Flujo de Efectivo

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

Evaluación del Perfil Financiero en el Contexto de las Evaluaciones de los Factores Clave de Calificación

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

Las calificaciones son a través del ciclo y consideran un escenario que refleja cambios en el perfil financiero de un emisor a medida que enfrenta situaciones de estrés que pueden esperarse durante el período de pronóstico correspondiente. Estas situaciones de estrés pueden incluir tensiones relacionadas con costos, ingresos o la operación y son incorporadas en escenarios considerados en el proceso de calificación. Se pretende que las calificaciones tengan estabilidad *a través del ciclo* conforme a las definiciones de calificación de Fitch así como en los escenarios de estrés evaluados. Las exposiciones a los riesgos financieros que se consideren importantes de acuerdo a lo señalado en la evaluación de la estructura de deuda, tales como los riesgos de moneda, refinanciamiento o tipo de cambio, serán incorporados en los escenarios.

La capacidad del emisor de realizar pagos oportunos toma en cuenta sus recursos y capacidades absolutas que se reflejan en las métricas que miden su perfil de liquidez. Fitch considera el índice de cobertura de servicio de deuda, el efectivo disponible al día y la cobertura del servicio de deuda máximo anual (MADS, por sus siglas en inglés), así como métricas que miden su flexibilidad financiera y operacional en general, tales como la deuda neta y otros pasivos a flujos de efectivo disponibles para el servicio de deuda/EBITDA u otras medidas de apalancamiento total.

La relación entre el perfil de riesgo, perfil financiero y las calificaciones se presenta en la tabla de la página 21. Las calificaciones no son formuladas ni determinadas por un modelo específico, más bien requieren de un juicio cualitativo para ubicar las métricas en el contexto general de cada emisor. Pueden existir factores que permitan una calificación más alta a la indicada en la tabla o en las métricas, tales como protecciones contractuales excepcionalmente fuertes, un

entorno operativo o competitivo favorable, o dinámicas de mercado que reducen el precio potencial o la volatilidad de los costos. En contraste, pueden presentarse factores que sugieran una calificación más baja a la indicada por la tabla o las métricas, tales como una limitada base de demanda o restricciones significativas en el suministro de recursos clave.

Evaluaciones de Riesgo Asimétricos Adicionales

El análisis considerará si ciertos factores de riesgo adicionales pudieran afectar la conclusión de la calificación. Estos factores de riesgo adicionales trabajan de forma asimétrica, donde características por debajo del estándar solo se toman en cuenta en los niveles de calificación finales, mientras que se espera que más características crediticias positivas sean la regla general, teniendo un impacto neutral en la calificación. Estos factores de riesgo incluyen la estructura de deuda, la planeación y desarrollo del capital, la administración y gobernabilidad, asuntos legales y regulatorios, la calidad de la información, el riesgo país y la formalidad del régimen legal. Al aplicar estas evaluaciones de riesgo adicionales, se señalará de qué manera la evaluación ha afectado al posicionamiento sugerido de la calificación al momento de evaluar el perfil financiero del emisor.

La calificadora emite una opinión sobre los efectos que tendrían los términos de la deuda en la solvencia del emisor. Estos efectos incluyen riesgos, tales como el aumento inesperado del interés o el principal, y protección, tal como un servicio de deuda diferible o el barrido obligatorio de efectivo. El análisis considera la estructura de la deuda, incluyendo prelación, amortización, vencimiento, y riesgo de tasa de interés y cobertura relacionada, liquidez, reservas, obligaciones financieras, y desencadenantes en el contexto del entorno operativo del emisor. El riesgo contraparte, cuando es relevante, es evaluado a nivel de cada factor de riesgo con el que se relaciona por su impacto en la deuda calificada.

Inevitablemente, la calificación de un emisor y sus instrumentos de deuda son colocados en el contexto del entorno político, jurídico y económico, en el que opera. El efecto puede resultar en la restricción de las calificaciones a un techo país como se describe más adelante en el apartado de la página 28 “Riesgos Macroeconómicos: Techo País y Dependencia del Régimen Jurídico”.

Atributos de los Factores Clave de Riesgo Considerados en los Niveles de Estrés

La mayoría de los factores clave de riesgo que se analizan en la metodología maestra o en la metodología de sector específico ayudarán a plantear los tipos y niveles de estreses que Fitch incluirá, particularmente los supuestos de los escenarios subyacentes. La volatilidad de los ingresos y costos utilizados en un escenario deben alinearse en general a la evaluación del atributo de calificación clave del emisor. Por ejemplo, una fuerte legitimidad de ingresos sugeriría una volatilidad más baja considerada en el escenario, y una legitimidad de ingresos débil sugeriría un escenario con volatilidad más alta.

Calificaciones de Riesgo Emisor

Las calificaciones bajo esta metodología maestra son por lo general calificaciones de instrumentos. Se le puede asignar a un emisor una IDR cuando el emisor es una entidad legal distinta y no un fondo, departamento o rama de una entidad gubernamental. Ese tipo de calificaciones IDR son típicas fuera de Estados Unidos. Una IDR por lo general refleja todas las obligaciones financieras de un emisor, ya sea que tengan o no rasgos característicos de valores. Al asignar una calificación de instrumento, Fitch considera la estructura de pasivos

total del emisor para formarse una opinión sobre el riesgo de insolvencia, y posteriormente toma en cuenta cualquier característica de valores que pudiese reducir el riesgo de incumplimiento asociado con el instrumento específico. Las calificaciones de emisión y de IDR de Finanzas Públicas son calificaciones de incumplimiento y no incorporan ninguna evaluación sobre expectativas de recuperación.

Legitimidad de los Ingresos

Fitch evalúa la capacidad relativa de un emisor para justificar y mantener su perfil de ingresos a pesar de los desafíos que enfrente en su entorno operativo.

El ingreso bruto de un emisor se ve generalmente impulsado por una combinación de disponibilidad, precio, y volumen. El riesgo se presenta si la producción o el servicio no puede ser provisto de manera adecuada o si la demanda del producto o servicio no existe a un precio en el que el emisor sea capaz de cumplir con sus gastos operativos y el servicio de su deuda. Un emisor puede tener ingresos no directamente relacionado al consumo o producción, tal como impuestos asignados en actividades no relacionadas a sus funciones, de ingresos no operativos o reducciones en el capital para inversión y estos complementarán los ingresos operativos, mitigando los riesgos de precio y de demanda. Los riesgos asociados con estas otras fuentes de ingresos que podrían afectar el perfil financiero del emisor también son considerados.

Las fuentes de ingresos varían según el sector. Puede haber una o varias aseguradoras tales como los proveedores de seguros de salud públicos o privados en el sector salud, o compradores de energía obligados contractualmente en el sector energético; utilidad de donaciones sustanciales o fondos de inversión similares en educación superior y la atención médica sin fines de lucro, así como en los sectores de actividades de beneficencia; rentas pagadas en proyectos de vivienda; ingresos de impuestos etiquetados; o cuotas o cargos pagados por un número significativo de usuarios tales como estudiantes, pacientes, visitantes y clientes de agua y energía.

Fitch evaluará la relativa estabilidad y previsibilidad de las fuentes más relevantes de flujo de efectivo del emisor al considerar su capacidad para pagar su deuda. El análisis considera el marco de ingresos del emisor, los efectos de cualquier requisito de desempeño en los ingresos, y la exposición a la demanda de sus servicios, lo cual forma el perfil de ingresos totales. Cuando un emisor tiene una dependencia significativa en los ingresos fiscales para complementar el desempeño operativo, la volatilidad de ese flujo de ingresos se considerará regularmente a través de los enfoques establecidos bajo la "Metodología de Calificación Respaldata por Ingresos Fiscales en los Estados Unidos" y la "Metodología Global de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Fuera de los Estados Unidos".

Evaluación del Riesgo de Demanda

La Volatilidad de la Demanda es Clave en el Análisis

Muchos emisores estarán expuestos a los riesgos de demanda, sin embargo puede haber diferencias significativas en la volatilidad de la demanda así como elasticidad. Por ejemplo, los servicios públicos locales pueden experimentar cambios en la demanda debido al clima, así como cambios en la actividad económica dentro del área de servicio. Es menos probable que la demanda de servicios de cuidados intensivos en un hospital se vea afectada por cambios en la economía, aunque la mezcla de fuentes de reembolso puede cambiar para apoyarse más en las fuentes de pago gubernamentales y el pago por cuenta propia en tiempos de penuria económica,

y la demanda de procedimientos electivos no reembolsados mediante el seguro puede disminuir. La demanda de educación superior puede ser contra-cíclica y puede aumentar cuando hay menos oportunidades en el mercado laboral.

Posición Competitiva

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

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

Mecanismos Contractuales y Regulatorios

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

Legitimidad del Ingreso — Características de la Demanda

Atributos Fuertes	• Totalmente contratado (contratos de arrendamiento o de compra en firme "<i>take-or-pay</i>") con contrapartes con fortaleza financiera sólida con un período de vida superior al activo de deuda calificado. • Más baja volatilidad de la demanda basada en el usuario demostrada y esperada; se espera que disminuya marginalmente durante una recesión económica o que disminuya marginalmente en una base contra-cíclica (menos que el cambio en la variable macro correspondiente). • Base de clientes diversa sin concentración significativa de clientes. • Crecimiento de demanda en área de servicio que se espera que sea fuerte debido a perspectivas de crecimiento económico fuerte en la región.
-------------------	--

Atributos de Medio Rango

- Totalmente contratado (contratos de arrendamiento o de compra en firme “take-or-pay”) ponderado con contrapartes con fortaleza financiera de medio rango con un período de vida igual o superior a la de la deuda calificada.
- Se demuestra que se espera que la demanda basada en el usuario tenga fluctuaciones con los cambios de la macro-economía en general, incluyendo el cambio contra-cíclico (por ejemplo, por lo general se alinea a los cambios en el PIB).
- Base de clientes diversa pero con algunas concentraciones de clientes (los 10 clientes principales representan una moderada proporción de la demanda).
- El crecimiento de la demanda en el área de servicio se espera que sea marginalmente positivo debido a perspectivas de crecimiento económico sólidas en la región.

Atributos Débiles

- Totalmente contratado (contratos de arrendamiento o de compra en firme “take-or-pay”) ponderado con contrapartes con fortaleza financiera más baja.
- Se demuestra que se espera que la demanda basada en el usuario se contraiga de forma importante más que un cambio correspondiente en el entorno macroeconómico, incluyendo cambios contra-cíclicos en la demanda (por ejemplo, por lo general disminuye un múltiplo ante un cambio en el PIB).
- Base de clientes diversa pero mixta con altas concentraciones de clientes (los 10 clientes principales representan una porción significativa de la demanda).
- Se espera que el crecimiento de la demanda en el área de servicio se mantenga igual o ligeramente negativo debido al crecimiento económico limitado o negativo en la región.

Fuente: Fitch.

Características de Fijación de Precios

Marco Legal y Contractual para la Fijación de Precios

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

Entidades Reguladas por lo General Tomadores de Precios, Pero Protegidas

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

Un sistema de soporte integrado es considerado un atributo de fijación de precios de medio-rango cuando sus características fomentan la solvencia al mismo tiempo que manejan el crecimiento de los costos a través de la supervisión regulatoria. Cuando dicho marco regulatorio mantiene compensaciones por servicios en niveles que pudiesen afectar la solvencia de proveedores de servicios públicos esenciales sin fines de lucro o de autoridades públicas, requiriendo otros recursos como donaciones, subvenciones o apoyos extraordinarios para el balance, Fitch lo considerará un atributo de fijación de precios débil.

Consideración de las Proyecciones en la Demanda y los Precios

Al evaluar emisores que están total o parcialmente expuestos al riesgo de precio y/o demanda, las proyecciones de demanda y precio proporcionadas por la administración del emisor serán revisadas. Como parte de este análisis, Fitch solicitará y revisará cualquier informe o estudio llevado a cabo por un tercero experto en nombre del emisor o de los prestamistas. Esos estudios, junto con el historial de las tendencias de precio y volumen, el mercado y pronósticos macroeconómicos y el análisis de pares, cuando se encuentren disponibles y se considere apropiado, se utilizarán para evaluar la probabilidad de que se combinen el precio y la demanda/uso para lograr los ingresos esperados y tener una opinión sobre la probable volatilidad y escenarios de estrés.

Fitch también puede utilizar pronósticos internos y supuestos (por ejemplo pronósticos de precio de petróleo y gas) cuando estén disponibles y sean relevantes. El uso de la información histórica dependerá de su calidad y de la opinión que tenga Fitch sobre su relevancia en la evaluación del desempeño futuro. Es probable que la información histórica sea la más relevante para los emisores y mercados establecidos en los que los datos de desempeño de un emisor específico estén disponibles. Fitch considera que los supuestos o estimaciones que se basan en dicha información de desempeño son más confiables que los estudios del mercado en general y que los pronósticos relacionados sobre dinámicas de precio y demanda futuros. La relevancia de la información histórica puede ser desafiada cuando los cambios en el sector o en el entorno operativo del emisor sugieren incertidumbre sobre el desempeño futuro.

Los factores de riesgo de demanda y precio identificados como determinantes del ingreso bruto son evaluados bajo un mayor estrés como parte del análisis financiero (consulte la sección de Perfil Financiero, página 14). En términos equiparables, Fitch esperaría que los emisores que se exponen al riesgo de precio y de demanda tengan la capacidad financiera para enfrentar adversidades mayores a las de esos riesgos que son protegidas por contrato.

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

Ciertas empresas sin fines de lucro pueden no ser capaces de producir márgenes operativos positivos basados solo en el patrocinio de sus miembros (admisiones y membresías) y buscan

ingresos de inversiones de fondos de beneficencia para sostener la solvencia operativa. En estos casos, se evaluará la tasa relativa de retiros contra las ganancias, con retiros en niveles que disminuyen potencialmente el corpus del fondo considerado como un atributo débil, siempre que no se cuente con una capacidad de procuración de fondos demostrada y esperada que pueda mantener el fondo en niveles consistentes con un perfil más fuerte o de medio rango.

Legitimidad del Ingreso: Características de Fijación de Precios

Atributos Fuertes	- El emisor tiene capacidad independiente y flexibilidad total para recaudar ingresos suficientes para cubrir todos los costos mediante aumentos en cargos/tarifas/impuestos. - Poco probable que los cambios en los cargos/tarifas afecten de manera importante la demanda. - La dominio del mercado brinda fuerza de negociación en los contratos de ingresos clave. - Los ingresos fiscales recaudados por o en nombre del emisor muestran crecimiento en línea con la tasa de inflación. - Los ingresos suficientes para sostener los márgenes de operación requieren retiros periódicos de los fondos de inversión (por ejemplo, "fondos de beneficencia") pero en niveles muy por debajo de los rendimientos de inversión de largo plazo anuales esperados.
Atributos de Medio Rango	- El marco legal o contractual establece la capacidad para recaudar ingresos suficientes para recuperar al menos los aumentos inflacionarios en los costos mediante aumentos en cargos/tarifas/impuestos y recuperar la volatilidad de los precios de los servicios básicos. - Régimen regulatorio favorable que busca mantener la compensación por servicios a un nivel que de manera consistente favorezca la solvencia de los proveedores sin fines de lucro o de autoridades públicas de servicios públicos esenciales. - Los cambios en los cargos/tarifas pueden afectar marginalmente la demanda pero dentro de los límites proporcionará mayores ingresos. - Posición de mercado como competidor importante apoya la posición negociadora en contratos clave de ingresos. - Los ingresos fiscales recaudados por o en nombre del emisor muestran crecimiento por lo general por debajo de la tasa de inflación. - El régimen de subsidio tiene historia larga y estable y no es políticamente sensible. - Los ingresos suficientes para brindar soporte a los márgenes operativos requieren retiros periódicos de los fondos de beneficencia en niveles que se aproximan a los rendimientos de inversión de largo plazo esperados.
Atributos Débiles	- El marco legal o contractual limita la capacidad para recaudar ingresos suficientes para recuperar costos mediante aumentos en cargos/tarifas/impuestos a niveles probablemente por debajo de los aumentos de precio inflacionarios o limita la capacidad para recuperar los costos volátiles de los servicios básicos. - Régimen regulatorio mantiene la compensación por servicios en niveles que pueden desafiar la solvencia de los proveedores sin fines de lucro o de autoridades públicas de servicios públicos esenciales, requiriendo otras fuentes como donaciones, subvenciones o apoyos extraordinarios al balance. - Las características de la demanda muestran alta elasticidad en los precios limitando la capacidad para recuperar costos a incrementos por debajo del precio inflacionario o limita la capacidad de recuperar los costos volátiles de servicios esenciales. - Posición de mercado más débil que puede requerir descuentos para mantener la demanda en los niveles requeridos. - Total exposición al riesgo de precio de mercado en los ingresos completamente contratados. - La posición de mercado está expuesta a proveedores competidores existentes o esperados que pueden erosionar la posición de mercado. - Los ingresos fiscales recaudados por o en nombre del emisor exhiben una trayectoria de crecimiento en decreciente en el tiempo. - Régimen de subsidios políticamente desafiado o no probado. - Los ingresos suficientes para brindar soporte a los márgenes operativos requieren retiros periódicos de los fondos de beneficencia en niveles muy por encima de los rendimientos de inversión de largo plazo esperados, y la procuración de fondos para reponer un el balance del fondo de beneficencia reducido puede representar un desafío con el tiempo.

Fuente: Fitch.

Otras Consideraciones

Evaluación Aplicada a los Ingresos Brutos: Los ingresos brutos de un emisor pueden estar sujetos a deducción en la forma de un gravamen, pago de regalías o demanda de bursatilización antes de todos los otros costos y gastos. Esto se debe reflejar en el análisis de

flujo de efectivo a través del uso de ingresos netos y puede resultar en una mayor sensibilidad al cambio en el entorno de operación. Ver la sección "Perfil Financiero".

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

Riesgo Operativo

El riesgo de operación es el riesgo de que el emisor sufra una reducción en la disponibilidad, el rendimiento o la producción, o bien, incurrirá en costos operativos, de mantenimiento o de ciclo de vida más altos a los proyectados. Cualquiera de estos casos puede resultar en una reducción de los flujos de efectivo proyectados o provocar una reducción de la flexibilidad financiera del emisor reflejándose en mayor presión en los márgenes de operación, y potencialmente deteriorar la capacidad del emisor de servir su deuda. Fitch toma en cuenta los riesgos relacionados a los costos de operación en general, los riesgos asociados con el suministro de insumos importantes y los riesgos asociados con el mantenimiento del capital para formar una evaluación global de los riesgos operativos. Estos riesgos son revisados para evaluar la probabilidad de los eventos que pudiesen ocurrir y las consecuencias que tendrían en caso que en efecto se presenten.

Riesgo de Costos de Operación y Ciclo de Vida

Fitch revisa la composición, el momento, y la potencial volatilidad de los costos de operación. Los costos de operación varían por emisor y sector pero generalmente incluyen algunos o todos de los siguientes: costos de productos básicos y servicios públicos esenciales, mano de obra, impuestos, seguro, mantenimiento, e inversión o ciclo de vida. Las operaciones pueden tener un alto componente de costos variables transmitidos a los ingresos, reduciendo así el apalancamiento operativo, lo cual es considerado como positivo. La exposición del emisor a costos de operación no previstos es revisada y considerada en el contexto del análisis de flujo de efectivo.

La mitigación de los costos a través de la transferencia del riesgo a subcontratistas fuertes o contratos con proveedores ajustados a la inflación, contratos de costo más utilidad, y similares, son considerados en la calificación en la medida en que la solidez financiera de la contraparte sea acorde a la calificación de la deuda (ver sección de Perfil Financiero).

Fitch revisará los informes de terceros cuando los mismos estén disponibles, incluyendo los informes de ingeniería, preparados para la administración en el desarrollo de los planes de mejora y mantenimiento del capital para su operación, planta y equipo. Fitch revisará los planes de operación y la revisión de dichos planes por parte de terceros en la medida en que estén disponibles, y considerará el historial de operación, y los perfiles de los costos de operación de los pares que resulten relevantes a la hora de formar los supuestos para el análisis financiero. El uso de información histórica dependerá de su calidad y de la opinión que tenga Fitch sobre su relevancia en la evaluación del desempeño futuro. Es probable que la información histórica sea la más relevante para los emisores y mercados establecidos en los que los datos de desempeño de un emisor específico están disponibles. Fitch considera que los supuestos o estimaciones que se basan en dicha información de desempeño son más confiables que los estudios del mercado en general y que los pronósticos relacionados sobre dinámicas de costos futuros. La relevancia de la información histórica puede ser desafiada

cuando los cambios en el sector o en el entorno operativo del emisor sugieren incertidumbre sobre el desempeño futuro.

Además, en algunos sectores y centros en mantenimiento pueden estar presentes riesgos técnicos que afecten los costos de operación y el desempeño dentro de los costos proyectados. Este riesgo varía de manera significativa según el sector y es específico a cada emisor. En algunos sectores, surge el riesgo de tecnología en el desarrollo e implementación de tecnología de información que se requiere para de manera eficiente proporcionar, cobrar y recaudar por los servicios, o adquirir equipo tecnológicamente avanzado requerido para proporcionar el servicio esencial. Las inversiones que hacen los proveedores de servicios de atención médica en tecnología de información y equipo complejo y sistemas utilizados en diagnóstico o cuidados clínicos son un ejemplo. Por otra parte, los riesgos tecnológicos pueden estar presentes en sistemas y componentes complejos utilizados para producir o entregar un producto tal como el agua y la energía. Cuando el proceso técnico es convencional y probado, el riesgo no es tan grande o es más fácil de cuantificar tomando en cuenta experiencias pasadas. Incluso tecnologías con fiabilidad comprobada dependen de su mantenimiento y de cumplir con ciertos estándares de renovación. La evidencia de personal capacitado, presupuestos adecuados, y la disponibilidad de partes y consumibles y, en algunos casos, el apoyo del fabricante, también es evaluado. Fuentes alternativas de bienes y servicios se consideran una característica positiva en la mitigación del costo y la volatilidad.

Costos de Operación

Atributos Fuertes	- Factores determinantes de costos bien identificados y baja volatilidad potencial en los principales rubros. - Flexibilidad en momento de ejecución de costos principales (ciclo de vida)/inversión de corto plazo esperada limitada/no intensivo en inversión. - Fuerte capacidad para variar el costo con los cambios en la demanda. - Los aumentos en el costo de operación y mantenimiento son totalmente recuperables a través de ajustes de ingresos regulares (tarifas/cargos) con un metodología transparente. - Total traslación de costos a entidades con fuerte capacidad financiera.
Atributos de Medio Rango	- Factores determinantes de costos bien identificados con volatilidad potencial moderada. - Inversiones materiales en el corto plazo/flexibilidad razonable pero limitada con respecto al momento de ejecución de costos principales (ciclo de vida). - Capacidad para variar el costo marginal con fluctuaciones en la demanda/uso. - Aumentos de costos de operación y mantenimiento inflacionarios recuperables en ajustes regulares de ingresos (ajustes de tarifas/cargos) con metodología transparente. - Total traslación de costos a entidades con fortaleza financiera de medio rango.
Atributos Débiles	- Alta sensibilidad de los flujos de efectivo a los momentos de ejecución de los costos. - Inversiones materiales esperadas en el corto plazo con flexibilidad limitada con respecto al momento de ejecución de costos principales. - Volatilidad de costos de operación y mantenimiento altamente incierta con potencial de ser significativa (mano de obra/energía/tecnología). - Capacidad severamente limitada para la traslación del crecimiento del costo. - Débiles o nulas reservas de operación. - Total traslación de costos a entidades con fortaleza financiera más débil.

Fuente: Fitch

Riesgo de Administración de Recursos

Los emisores pueden requerir recursos, incluye mano de obra especializada, o productos, tales como materias primas importantes o equipo especializado, para ofrecer servicios o productos. Fitch evalúa el riesgo de disponibilidad limitada o costos más altos asociados con dichos recursos o productos y el impacto potencial en la flexibilidad financiera de un emisor.

Cuando el riesgo de recursos es alto, y los mercados se caracterizan por falta de liquidez, Fitch puede asumir una tasa de crecimiento del gasto mayor a la históricamente registrada para un

recurso clave. El marco de ingresos del emisor puede actuar como un mitigante de la volatilidad de los costos asociada a insumos clave. Cuando el marco de ingresos proporciona flexibilidad para recuperar los costos de insumos, la capacidad para hacer eso puede verse limitada si los aumentos en los costos del insumo pudiesen provocar que el producto del emisor se torne poco económico y cause una demanda o uso reducidos (Ver la sección de Legitimidad del Ingreso en la página 5). Los riesgos de costos y disponibilidad de recursos también pueden ser manejados fijando los costos de recursos clave a través de un contrato. Los contratos de trabajo pueden ser una fuente de estabilidad o volatilidad dependiendo del entorno. Se considerará en el análisis una evaluación cualitativa sobre cualquier presión en los costos laborales en el contexto de la renovación de los contratos de trabajo.

Para un servicio público la fijación de costos de insumos de productos básicos clave (por ejemplo, electricidad, agua, gas o petróleo) a través de contratos de suministro para fijar el volumen y/o precio al cuál el recurso o producto es suministrado, es una forma efectiva de mitigación de riesgo respecto a la volatilidad en el costo, en lo que respecta a la calidad crediticia de la contraparte. Ver la sección "Riesgo Contraparte" en página 30.

Cuando es relevante, Fitch también examina la disponibilidad de rutas de suministro alternativas confiables. La calidad crediticia de los proveedores, sean o no contratados los suministros a largo plazo, es considerada. Un emisor no será considerado dependiente de un proveedor cuando haya alternativas de respaldo disponibles. Esta es una pregunta analítica que es evaluada a través de estreses considerando la volatilidad de los precios en niveles consistentes con la categoría de calificación, así como el análisis de punto de equilibrio evaluando la resistencia bajo niveles de precios históricamente altos. Vea la sección "Perfil Financiero".

Riesgo de Administración de Recursos

Atributos Fuertes	- No hay restricciones de suministro con respecto al trabajo o los recursos (monto, costo y tiempos). Excelente infraestructura de transportación/instalación. - Infraestructura de conexión en marcha – existen alternativas. - Naturaleza estándar de insumos clave de diversas fuentes. - Suficientes reservas verificadas de forma independiente. - Aumentos de costos de suministro totalmente recuperados a través de ajustes de ingresos regulares (tarifas/cargos) con metodología transparente. - Total traslación del precio de suministro y riesgos de volumen en contrato de largo plazo a una contraparte financieramente fuerte.
Atributos de Medio Rango	- Adecuado suministro de recursos y mano de obra con limitada volatilidad (monto, costo y tiempos). - Buena infraestructura de transportación/instalación. - Infraestructura de conexión en marcha – alternativas limitadas - Aumentos de costos de suministro sustancialmente recuperables, con lapsos de tiempo, a través de ajustes de ingresos regulares (tarifas/cargos) utilizando una metodología transparente. - Total traslación del precio de suministro y riesgos de volumen a una contraparte con fortaleza financiera de medio rango.
Atributos Débiles	- Posibles limitaciones en el suministro o en recursos de mano de obra (monto, costo y tiempos). - Fuente de suministro monopolística. - Infraestructura pobre de transportación/instalación. - Debilidad en la infraestructura de conexión. - Dependencia en el desarrollo de reservas. - Total traslación de los riesgos de suministro a una entidad con fortaleza financiera débil.

Fuente: Fitch

Planeación y Administración del Capital

La revisión que hace Fitch sobre la planeación y la administración del capital se centra en las restricciones y limitaciones actuales de la capacidad, los supuestos que subyacen las proyecciones y el proceso de presupuestación del capital. Además, las fuentes de financiamiento, que pueden incluir una combinación de ingresos de deuda, efectivo en mano,

beneficios por donaciones, asignaciones gubernamentales y otras fuentes, son revisadas para verificar que sean razonables.

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

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

Evaluación de los Riesgos de Ejecución del Plan de Capital: Los emisores pueden utilizar un contrato de ingeniería, adquisiciones y construcción (EPC, por sus siglas en inglés) como una forma razonable de mitigación de los riesgos de retraso, rendimiento de la planta y sobrecosto. Sin embargo, es común para un emisor asumir el papel de gerente general de la construcción en proyectos de mejora. Los operadores de grandes sistemas existentes tienden a usar con menos frecuencia los contratos de EPC de llave en mano y precios fijos, prefiriendo manejar el tiempo, la terminación, y los riesgos de costo ellos mismos. En estos casos, Fitch revisará la mejora de capital y la planeación de la construcción con la administración para evaluar el riesgo que podrían implicar los sobrecostos y retrasos en el perfil financiero del emisor. La capacidad del emisor para seguir obteniendo ingresos y absorber costos sobre presupuesto, incluso por razones de retraso en la terminación, será un punto focal.

Fitch considerará la trayectoria de la administración en estos proyectos de construcción y su capacidad para manejar estos riesgos y los costos resultantes en el perfil financiero actual del emisor. La presencia de un departamento de dirección de servicios de mantenimiento con un historial de entrega de proyectos de capital en tiempo y dentro de los rangos del presupuesto, es un factor de mitigación sustancial con respecto a la exposición del contratista y se considera un atributo fuerte, como lo es un programa de capital por fases que puede ser modificado para reflejar cambios en las necesidades o la demanda.

Planeación y Administración del Capital

Neutral para la Evaluación del Riesgo de Operación	- Mecanismos adecuados o fuertes para la planeación y fondeo del capital. - Historia demostrada de administración efectiva en general. - Vencimiento de deuda significativamente dentro de la vida económica esperada. - Tecnología ya establecida pero actual o vigente. - El capex se beneficia de una evaluación de ingeniería documentada y se alinea con el plan de modo razonable.
Negativo para la Evaluación del Riesgo de Operación	- Mecanismos débiles de planeación, historia de mantenimiento diferido/ y sobrecostos. - Tecnología nueva o compleja considerada como un mayor riesgo en la escalación de costos durante el proceso de desarrollo, diseño y construcción. - Vida económica casi coincide con el vencimiento de la deuda. - Tecnología competitiva emergente, por ejemplo bajo costo o de sustitución.

Fuente: Fitch

Perfil Financiero

Habiendo evaluado el perfil de ingresos y de operación del emisor, estas características son combinadas con un enfoque más cuantitativo para determinar la flexibilidad financiera y de operación del emisor a través de una gama de estreses diseñados para evaluar su capacidad de pago de deuda y otras obligaciones, incluyendo obligaciones de pensiones. Este análisis va a conectar el perfil de riesgo general del emisor con el perfil de apalancamiento y el perfil de liquidez del emisor en un marco prospectivo y a través del ciclo, en lugar de en cualquier punto en el tiempo. Se considera la evolución del perfil, su punto bajo y su promedio a través del ciclo. La calidad crediticia de las contrapartes tanto de operación como financieras, en el contexto de sus obligaciones, también se incorpora en la calificación. El análisis de pares se utilizará siempre que sea apropiado y si las calificaciones para un grupo de pares relevante con perfiles similares de legitimidad de operación e ingresos pueden ser compiladas.

Caso Base, Caso de Calificación, y Sensibilidades Adicionales: Fitch evaluará un escenario de flujo de efectivo que sirve como caso esperado de la calificador en el entorno macroeconómico actual. Este caso sirve como un caso base y punto de partida del análisis de sensibilidades. El caso de calificación consistirá de un escenario a través del ciclo que incorpora una combinación de ingreso, costo o escenarios de estrés financiero como se describe a continuación. Estos estreses se forman típicamente por referencia a acontecimientos históricos, análisis de pares y las expectativas de Fitch para el futuro. Pueden incorporar un escenario particular de eventos a los que el emisor es particularmente vulnerable, como la pérdida de una contraparte clave, el riesgo de suministro, o los riesgos de moneda, tasa de interés o de refinanciamiento. El caso de calificación revelará niveles y cambios en indicadores clave de operación, apalancamiento y liquidez en contraste con el caso base que son consistentes con una calificación estable a través de dicho estrés. Como sensibilidad adicional, los analistas pueden también utilizar los flujos de efectivo para probar un escenario de punto de equilibrio que determine el máximo nivel de estrés que puede ser aplicado a una variable sin un incumplimiento en un instrumento calificado.

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

En el caso de un crédito que solo está calificado utilizando la metodología maestra, se determinará el caso base, el caso de calificación y las sensibilidades apropiadas en una base que busque consistencia y comparabilidad con emisores que tengan perfiles de legitimidad de ingresos y riesgos de operación similares en otros sectores y jurisdicciones.

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

Fitch considerará escenarios generados por el emisor en su proceso analítico en el momento que lo presente. Fitch señala que los emisores suelen desarrollar pronósticos del desempeño futuro de operación para prever necesidades del sistema en escenarios invertidos. Sin embargo, el caso base de Fitch se establece normalmente mediante el ajuste de las proyecciones centrales del emisor con respecto a ingresos, costos e inversiones de capital previstas en consonancia con la metodología de Fitch y sus expectativas (incluyendo los

supuestos macroeconómicos de Fitch). Estos ajustes se centran en medir la flexibilidad financiera y de operación en el entorno económico esperado para el período de pronóstico correspondiente. Se incorporarán los supuestos analíticos de la calificadora que son específicos para el desempeño operativo del emisor. Ciertos riesgos clave de ingresos o costos pueden contar con cobertura, ya sea contractualmente o a través de posiciones naturales que se incorporarán en el caso base. Fitch considera la eficacia de tales acuerdos, y cualquier riesgo restante proveniente de coberturas imperfectas (riesgo de base) o posiciones desprotegidas residuales, pueden ser objeto del análisis de sensibilidades incorporado en el caso de calificación.

Cuando los pronósticos del emisor sugieran una trayectoria del rendimiento futuro distinta a los resultados históricos debido a una significativa expansión de capital, una nueva adquisición, o el desarrollo de un servicio nuevo o existente, Fitch evaluará la información proporcionada por el emisor que brinde soporte a dichos supuestos. Los pronósticos que se basan en un agresivo crecimiento del volumen, la captura de la participación de mercado, incrementos de tasa o reducciones de gastos serán observados con conservadurismo analítico en el desarrollo de un caso base. Fitch puede solicitar el análisis de sensibilidad del proveedor estresando los supuestos de pronósticos más importantes para medir la importancia de dichos factores en el logro de los resultados proyectados y para utilizar los resultados en su escenario de caso base o en el escenario del caso de calificación.

Determinación del Caso de Calificación. El caso de calificación se desarrollará a través de la aplicación de estrés a variables importantes en el caso base. Los estreses de ingreso, costo y riesgos financieros que serán incorporados en el caso de calificación se describen con mayor detalle a continuación bajo las secciones “Estreses de Ingreso y Costo” y “Estreses de Riesgo Financiero” en las páginas 16 y 17.

La magnitud de los estreses aplicados será determinada tomando en cuenta la evaluación de la volatilidad reflejada en las evaluaciones cualitativas de los factores clave de riesgo, datos históricos, informes de terceros expertos, y metodologías de sector cuando corresponda.

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

Para un emisor con calificación 'B' o inferior, el solo análisis del caso base puede ser suficiente para evaluar el riesgo de incumplimiento y transición de la deuda. Por definición, la calificación sugiere que dicho emisor tendrá poca capacidad para sobrellevar condiciones económicas adversas. Dado el limitado número de incumplimientos de pago en el sector de bonos respaldados por ingresos públicos, las métricas son menos útiles para escalar las calificaciones de 'B' a 'C'. Se realizará una evaluación cualitativa sobre el nivel de riesgo de

incumplimiento y la magnitud de cualquier margen de seguridad restante indicado por el perfil de riesgo financiero y de operación general del emisor. En este sentido, las definiciones de calificación asociadas a las categorías de calificación de 'B' a 'C' proporcionan orientación. Ver [Issuer Default Ratings Definitions](#).

Estrés de Ingreso y Costo

Cuando un emisor tiene un riesgo de demanda mitigado por fuentes de ingresos contractuales, tal como una planta de energía completamente contratada, el escenario del caso de calificación se centrará en estreses en la eficiencia de la producción y los costos de operación y capital, en caso de que existan, que no son recuperables de los ingresos contratados.

En el caso de emisores que están expuestos al riesgo de demanda, el escenario de caso de calificación reflejará el enfoque de las calificaciones a través del ciclo de Fitch y evaluará la demanda y el estrés de ingresos consecuente que un emisor puede esperar experimentar en una crisis económica de intensidad y duración razonable en el país correspondiente. Cuando la metodología de sector incorpora una herramienta de sensibilidad de demanda o de ingresos, el análisis de flujo de efectivo incorporará los cambios en la demanda y por consiguiente en los ingresos derivados de dicha herramienta. Cuando no se cuente con herramienta alguna, el analista puede utilizar datos históricos observando los cambios de máximo a mínimo en los ingresos o la demanda en uno o más ciclos que afecten al emisor. Cuando un emisor tiene dependencia significativa en los ingresos fiscales para complementar el desempeño operativo, la volatilidad de ese flujo de ingresos será constantemente considerada con enfoques bajo la "Metodología de Calificación Respaldada por Impuestos en los Estados Unidos" o la "Metodología Global de Calificación de Gobiernos Locales o Regionales Fuera de los Estados Unidos".

Cuando los ingresos de beneficencia son una fuente de ingreso importante, el desempeño histórico y la perspectiva de Fitch sobre los rendimientos de inversión esperados en el largo plazo serán reflejados en el caso base. Para los emisores de los Estados Unidos, los supuestos aplicados para considerar los rendimientos de inversión en carteras de fondos de pensiones pueden ser utilizados en carteras de inversión de empresas sin fines de lucro. Fuera de los Estados Unidos, los rendimientos históricos de un emisor y la tendencia de dichos rendimientos serán considerados al desarrollar el caso de estrés.

Los estreses de operación serán incorporados en el análisis conforme a la evaluación de aquellos factores de riesgo que se describen bajo la sección en la página 10 "Riesgo Operativo".

Estreses del Riesgo Financiero

Los estreses de riesgo financiero son considerados de una manera similar a los estreses de ingresos y costos; algunos pueden solo aplicar a instrumentos de deuda calificados individuales. Los estreses financieros comunes tales como la inflación, las tasas de interés y divisas pueden ser cubiertos o parcialmente cubiertos. Las estreses sobre las tasas de interés y sobre la moneda serán de país específico y reflejan patrones históricos de volatilidad.

Los estreses sobre la tasa de interés de deuda con tasa de interés variable, por ejemplo, en el análisis de flujo de efectivo, se basarán en patrones históricos en el mercado de deuda pertinente. El estrés se aplicará en el sentido que esté afectando negativamente los flujos de efectivo del instrumento calificado. Se dará debida consideración a los efectos de un posible aumento correspondiente de la inflación. En el caso de emisores cuyos flujos de efectivo se

relacionan con la inflación, el estrés resultante puede ser expresado en un aumento en las tasas de interés reales en lugar de las tasas nominales.

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

Métricas

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

Una calificación incluye análisis tanto cualitativo como cuantitativo. Las métricas financieras fuertes o débiles serán consideradas en el contexto del análisis cualitativo de factores clave de riesgo y evaluaciones de riesgo adicionales descritas en la metodología maestra. Cualquier metodología de sector específico incluirá rangos típicos para el sector correspondiente. Estas métricas son información importante en la determinación de una calificación en la medida en que resumen en un solo número la opinión de Fitch con respecto a ciertos riesgos.

Las métricas que se utilizan comúnmente se definen a continuación.

Evaluación del Perfil de Liquidez:

La evaluación del perfil de liquidez analiza los recursos disponibles a los que tiene acceso un emisor que impulsan su capacidad de absorber cambios en sus ingresos netos resultantes de la disminución de la demanda o el aumento de sus costos. El primer recurso disponible para la mayoría de los emisores es el margen resultante sobre los costos de operación que actúa como un amortiguador de las circunstancias cambiantes. Otras fuentes son el efectivo sin restricciones y las inversiones en reservas y las líneas de liquidez comprometidas de instituciones financieras. Las metodologías de sector pueden utilizar una o más combinaciones de estas métricas para evaluar la liquidez y medir el perfil de liquidez. Cuando ninguna metodología de sector aplique directamente, el amortiguador financiero como se describe a continuación será utilizado para evaluar el perfil de liquidez de un emisor.

Índice de Cobertura del Servicio de Deuda (DSCR): Esta es la medida del amortiguador entre el servicio de la deuda y el flujo de efectivo disponible para el servicio de la deuda (CFADS) en cualquier período de tiempo determinado (normalmente anual, pero puede ser intra-anual especialmente para los emisores expuestos a la temporalidad). Se calcula como el índice de CFADS (generalmente excluyendo reservas de efectivo) dividido entre el monto total de servicio de deuda vencido (principal e intereses) en ese período. Tanto el DSCRs periódico mínimo como el promedio son tomados en cuenta en el análisis y ambos indican la volatilidad de los flujos de efectivo. El perfil o la evolución del DSCR se considera en el contexto del aumento relativo de la incertidumbre de muchas variables en el tiempo. Se mide en un

escenario de caso base, así como a través del ciclo en una recesión. Los DSCR se calculan para cada nivel de deuda por antigüedad, así como por el total de la deuda.

FFO a interés: Los fondos de las operaciones (FFO) son comparados con el interés y expresados como un indicador. Se utiliza en lugar del DSCR cuando un emisor tiene deuda de un único vencimiento en lugar de deuda totalmente amortizable y se espera que lleve a cabo refinanciamiento ocasionalmente. Esto es más común en mercados fuera de los Estados Unidos.

Días de Efectivo en Mano: Medido en un escenario de caso base, así como a través del ciclo en una recesión. El indicador mide el número de días que una organización podría seguir pagando sus obligaciones de efectivo diarias promedio desde su actual posición de efectivo. Indica flexibilidad financiera y amortiguador contra la disminución de la rentabilidad de la operación. Valores altos implican mayor liquidez. Se calcula como sigue: Efectivo sin restricciones e inversiones / (gastos de operación de efectivo /365).

Líneas de liquidez disponibles para capital de trabajo: El límite disponible se considera como capital de trabajo si la línea seguiría estando disponible si el emisor fuera calificado una categoría completa debajo de su calificación actual, y si es proporcionada por una institución financiera con grado de inversión o una institución financiera con más baja calificación, si la calificación es equivalente a la calificación del emisor. Cuando la información necesaria no se encuentre disponible, la liquidez será evaluada sin crédito explícito a capital de trabajo.

Amortiguador de Liquidez: El amortiguador de liquidez se evalúa como flujo de efectivo anual en exceso después del servicio de deuda más la suma de efectivo fácilmente disponible y líneas de liquidez comprometidas/la suma de gastos anuales de operación.

El efectivo fácilmente disponible significa saldos de efectivo disponibles para pagar las obligaciones de servicio de deuda, típicamente reservas asignadas para el servicio de deuda más efectivo no restringido e inversiones. Algunos emisores también pueden tener cuentas de cobertura utilizadas para proporcionar liquidez y estabilizar las tasas durante breves períodos de volatilidad que ofrecen un amortiguador de liquidez.

Evaluación del Perfil de Liquidez:

Neutral para la Evaluación: El amortiguador de liquidez es mayor a 0.33x.

Débil: El amortiguador de liquidez es menor a 0.33x.

Otras Consideraciones

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

Evaluación del Perfil de Apalancamiento

La evaluación de perfil de apalancamiento analiza el apalancamiento financiero futuro esperado del emisor considerando tanto elementos a través del ciclo como expectativas prospectivas, en lugar de una evaluación de punto en el tiempo. La evolución del perfil, su punto bajo y promedio a través del ciclo son considerados. Dado que los emisores de finanzas

públicas típicamente no cuentan con depósitos de capital social, la medida del apalancamiento financiero considera el quantum de la deuda en lo que se refiere a la generación de flujo de efectivo. Algunos emisores tendrán grandes saldos de efectivo y carteras de inversión que representan ganancias acumuladas y no distribuidas en el tiempo. Generalmente, en el caso de los emisores del sector público, existen restricciones de distribución de ganancias en exceso y dichos fondos solo pueden utilizarse para propósitos del emisor, para subsidiar operaciones futuras o financiar el desarrollo del capital. En la medida que tales restricciones existan, los saldos de efectivo se compensarán contra la deuda bruta del emisor al considerar su perfil de apalancamiento. La métrica clave considerada al evaluar el apalancamiento será la deuda neta más otras obligaciones a CFADS/EBITDA. Las metodologías de sector específico pueden incluir medidas adicionales o alternativas de apalancamiento financiero. Por ejemplo, las alternativas pueden incluir el índice de efectivo a deuda y otros pasivos en sectores sin fines de lucro donde el apalancamiento negativo es una característica común, o la medida de ingresos brutos a deuda donde un marco normativo proporciona un gravamen bruto sobre los ingresos de un emisor que no está sujeto a bancarrota/quiebra u otros procedimientos de insolvencia mientras la deuda actual en manos del público está calificada.

Pensiones y Otras Obligaciones

Fitch revisa los fondos de pensiones de beneficios definidos (DB) como parte de su análisis de la deuda y de las obligaciones a largo plazo, lo cual incluye el evaluar el estatus actual (abierto, cerrado o mixto), nivel financiado, tasa de descuento y contribuciones proyectadas en el corto plazo. Fitch calcula una cifra de deuda ajustada, incluyendo la obligación de pensiones no financiada al evaluar el perfil de apalancamiento de un emisor. Fitch reconoce que las obligaciones de pensiones (en comparación con la deuda en bonos) con pasivos contingentes pueden ser influidas de manera significativa por diversos supuestos actuariales, contables, de inversión y otros. Los supuestos utilizados en el cálculo de la parte no financiada se derivará de los estados contables proporcionados por el emisor. En los Estados Unidos, los supuestos de Fitch, incluyendo los supuestos de rendimiento de inversión, utilizados en el cálculo de la parte no financiada se obtendrán de la “Metodología de Calificación Respaldada por Ingresos Fiscales de los Estados Unidos” (U.S. Public Finance Tax-Supported Rating Criteria) para pensiones gubernamentales, excepto que se especifique en el criterio específico del sector. Los pagos realizados bajo arrendamientos financieros de operación actualmente se consideran gastos de operación. Sin embargo, Fitch considera que ciertos arrendamientos financieros de operación que son de largo plazo por naturaleza funcionan más como arrendamientos de capital o deuda y por lo tanto, se analizaron e incluirán en las métricas de carga de la deuda ajustada. Fitch aplicará este mismo enfoque en los contratos de compra en firme de largo plazo de insumos clave, tales como contratos de energía a largo plazo para una compañía de energía minorista o contratos de suministro de agua a largo plazo para sistemas de agua minoristas.

La valoración de mercado bajo derivados o contratos que requieren garantía por lo general no se agregan a la deuda para medir el apalancamiento ya que los valores están sujetos a fluctuaciones más frecuentes. Estos son considerados como un factor de riesgo asimétrico, que puede afectar la calificación final según el análisis a continuación.

CFADS o EBITDA: Definido como ingreso neto entre Ingresos de operaciones más gastos por interés, y depreciación y amortización. CFADS/EBITDA proporciona una indicación del flujo de efectivo de operaciones principal que está disponible para el pago de servicio de la deuda.

Deuda y Otras Obligaciones/CFADS o EBITDA: Este es el índice de deuda bruta y deuda neta a CFADS o EBITDA utilizado al evaluar a las empresas. Como se señaló anteriormente se incluirán otras obligaciones en este cálculo. Para calcular la deuda neta, el efectivo no restringido y las inversiones (netas de los montos que se espera sean facilitados a una entidad gubernamental relacionada) menos cualquier monto requerido para soportar el estrés de liquidez en una recesión son compensados contra el saldo de deuda pendiente. El valor resultante se expresa como un múltiplo y puede ser positivo o negativo (cuando el emisor tiene más efectivo e inversiones que el monto de su deuda pendiente).

Efectivo a Deuda y Otras Obligaciones: Este es el índice de efectivo no restringido e inversiones (neto de los montos que se esperan que sean distribuidos a una entidad de gobierno relacionada) a la deuda pendiente y otros pasivos menos cualquier monto requerido para soportar el estrés de liquidez en una recesión. Es relevante en sectores donde los emisores tienen predominantemente un apalancamiento neto negativo debido a grandes saldos de fondos de beneficencia.

Cobertura del Servicios de Deuda Máximo Anual (MADS) Utilizando el CFADS de hoy: Este calcula la cobertura del servicio de deuda en el año futuro de servicio de deuda máximo, excluyendo el refinanciamiento esperado de la deuda de vencimiento único o pago global (total). Es una medida de cuánto deben crecer el CFADS o el EBITDA para llegar a un punto de equilibrio en una fecha futura. El crecimiento por año sugerido por este cálculo sería utilizado para poner el apalancamiento en general en contexto. Cuando el crecimiento implícito supere materialmente la tasa considerada en escenarios, esto puede sugerir un apalancamiento a futuro más alto, lo cual debe considerarse al aplicar la guía de posicionamiento de calificación.

Guía de Calificación: Aplicación del Juicio Analítico para Alinear Factores Clave de Riesgo y Calificaciones

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

La tabla de posicionamiento de calificación es el punto de partida al evaluar la calificación final. Por ejemplo, las calificaciones pueden ser más altas o más bajas de lo sugerido en la tabla en base a un juicio analítico realizado con respecto a si hay factores presentes que sugieran un riesgo de transición más alto o más bajo en el perfil financiero del emisor que el que sugiere la calificación derivada de la tabla. Estos factores podrían incluir, por ejemplo, una franquicia inusualmente estrecha o amplia, una presencia geográfica inusualmente estrecha o grande (multi-jurisdiccional), el perfil de inversiones de un emisor y su posición dentro del ciclo de vida del capital o la mayor ponderación de la estabilidad del ingreso cuando un emisor tiene poca o ninguna competencia y total discreción sobre la fijación de precios. Además, la tabla se basa en un emisor que no tiene factores de riesgo añadido asimétricos después de la evaluación de dichos factores como se explica a continuación.

Las metodologías de sector relacionadas ofrecerán una matriz de posicionamiento de calificaciones. Lo siguiente puede aplicar cuando ninguna metodología de sector es relevante. La tabla se construye asumiendo que cualquier característica de riesgo asimétrico añadido es neutral y que el emisor no tiene un perfil de liquidez débil.

Evaluación de la Legitimidad del Ingreso ^a	Evaluación del Riesgo de Operación	Evaluación del Perfil Financiero Apalancamiento (Deuda Neta a CFADS/EBITDA)			
		Fuerte	Medio-Rango	Débil	
Fuerte	Fuerte/Medio-Rango	< 8x	8x–12x	12x–15x	> 15x
Medio-Rango	Fuerte	< 4x	4x–8x	8x–12x	> 12x
Medio-Rango	Medio-Rango	< 0x	< 4x	4x–6x	> 6x
Medio-Rango	Débil	< 0x	< 2x	2x–4x	> 4x
Débil	Medio-Rango	—	< 0x	0x–2x	> 2x
Débil	Débil	—	< -3x	< 0x	> 0x
Resultado Analítico Sugerido		AA	A	BBB	BB

^a Fuerte (aa y a); Medio-Rango (bbb); Débil (bb and b).

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

Un emisor evaluado como débil con respecto a la legitimidad de ingresos y el riesgo de operación puede ser calificado con grado de inversión solo si tiene un apalancamiento insignificante. Es probable que los emisores con estas características y con cualquier apalancamiento positivo o perfil de liquidez débil, sean calificados en una categoría de grado especulativo.

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

Otras Consideraciones:

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

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

Consideraciones sobre el Riesgo Añadido Asimétrico

La calificación final asignada también tendrá en cuenta ciertos factores de riesgo adicionales que pueden afectar la conclusión de la calificación. Estos factores de riesgo adicionales trabajan de manera asimétrica, donde solo características por debajo de estándar son incluidas en los niveles de calificación finales, mientras que se espera que lo común sea que se presenten más características crediticias positivas, las cuales tendrían un impacto neutral en la calificación. Estos factores de riesgo incluyen la administración y gobernabilidad, asuntos legales y regulatorios, calidad de la información, riesgo de país y la formalidad del régimen jurídico. La presencia de riesgos asimétricos apoyaría la conclusión de que una calificación sugerida por la tabla de posicionamiento de las calificaciones tendrá un riesgo de transición del perfil financiero más alto que los emisores calificados de manera similar pero que no están expuestos a dichos riesgos.

Estructura de la Deuda y Exposiciones a Obligaciones Contingentes

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

Dado que las calificaciones bajo la metodología son calificaciones de incumplimiento y no consideran una recuperación, como regla general, Fitch no distingue calificaciones en la deuda *senior* o subordinada de un emisor. Como excepción, las calificaciones de títulos de deuda en tramos individuales se pueden distinguir cuando existe una base en la documentación financiera y en el marco legal para fundamentar la conclusión de que un incumplimiento en un tramo junior de la deuda no resultará en una interrupción de pago de otros tramos *senior* aún en el contexto de los procedimientos de bancarrota. En los Estados Unidos, por ejemplo, disposiciones de la ley de deuda municipal aplicable junto con el Capítulo 9 del Código de Bancarrota de los Estados Unidos pueden fundamentar las distinciones en las calificaciones de incumplimiento en los tramos de la deuda del emisor. La existencia de un incumplimiento cruzado o mecanismo de aceleración cruzado o un marco legal que resulte automáticamente en la cesación de pagos en todos los tramos después de que inicie el procedimiento de insolvencia, evitaría calificaciones de incumplimiento distintas en tramos de los instrumentos.

Características y Términos de la Deuda

Las características de la deuda de un emisor como el vencimiento, monto, y moneda, generalmente se obtienen del contrato de préstamo o de la documentación del bono, incluyendo la documentación de la oferta. En algunos casos, estas características también podrán obtenerse de la hoja de términos y condiciones, el prospecto o las representaciones de los emisores. La obligación de pagar intereses, incluyendo la base de tasa de interés, el margen, las fechas de pago, los períodos de gracia, y si el interés debe ser diferido y la obligación de pagar el principal de acuerdo a un programa de amortización, se establecen juntos tomando en cuenta la prioridad de estos pagos. Este análisis se lleva a cabo para cada

nivel de deuda de un emisor, incluyendo instrumentos de deuda calificados por Fitch. Los riesgos del pago anticipado del principal tras un incumplimiento o ciertos eventos desencadenantes identificados son considerados al formar una opinión sobre el riesgo de insolvencia de un emisor y el impacto, si es que lo hay, en el riesgo de incumplimiento de cualquier deuda calificada.

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

Usualmente, los emisores expuestos a un riesgo importante de refinanciamiento (deuda que no ha sido totalmente amortizada al vencimiento) son considerados como débiles estructuralmente desde una perspectiva crediticia, dado que están expuestos a mayor incertidumbre con respecto al acceso al mercado y el costo de la deuda en una fecha futura. Los emisores expuestos a tasas de interés flotantes pueden mitigar la exposición en su totalidad o en parte a través de coberturas de tasa de interés. Fitch considera si la porción desprotegida de la exposición, si es que la hay, o cualquier exposición de refinanciamiento tendrían un impacto material en el perfil financiero del emisor considerando supuestos de tasa de interés bajo estrés. Las exposiciones de tipo de cambio son consideradas de manera similar.

Derivados y Obligaciones Contingentes

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

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

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

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

Características y Términos de la Deuda

Neutral para la Calificación	• Deuda totalmente amortizable con niveles de apreciación de capital no materiales o deuda cupón cero; no hay vencimientos únicos; • Cierta uso de vencimientos únicos con deuda sustancial totalmente amortizable en la estructura financiera; los flujos de efectivo del caso de estrés no muestran un balance o muestran uno muy limitado en los vencimientos únicos nominales; emisor grande con establecido acceso a los mercados y administración activa de diversos vencimientos únicos; • Montos con tasa de interés fija o variable con limitado impacto financiero posible o totalmente cubierto con contraparte calificada en o por encima de la calificación del emisor; • El diferimiento de intereses en la deuda <i>junior</i> evita incumplimientos de liquidez; • No hay incumplimiento cruzado o aceleración; • No exposición a divisas o exposición a divisas totalmente cubierta con contraparte calificada en o por encima de la calificación del emisor. • Apreciación del capital o deuda cupón cero en montos limitados
Negativo para la Calificación	• Altamente diseñada y uso sustancial de instrumentos de amortización diferidos que distorsionan materialmente las métricas financieras de corto plazo; • Uso sustancial de vencimientos únicos y dependencia en el análisis de refinanciamiento, acceso a mercados no demostrado, vencimientos concentrados en el corto a mediano plazo; • Exposición material a exposición de tasa variable sin cobertura; • Exposición material a riesgo de divisas sin cobertura; • Obligaciones contingentes materiales medidas por el valor de mercado de la obligación de derivados o bajo contratos de suministro que requieran la constitución de una garantía por parte del emisor.

Fuente: Fitch.

Tratamiento de las Obligaciones no Relacionadas al Crédito

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

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

Administración y Gobernabilidad

La calidad de la gobernabilidad y la administración es una consideración importante al evaluar el rendimiento potencial de un emisor durante la vida de la deuda. Fitch considera que este atributo es asimétrico. Una administración y gobernabilidad débiles pueden causar que la calificación sea más baja, asumiendo que todo lo demás permanece constante. Por el contrario, se asumirá la presencia de una administración y gobernabilidad adecuadas al evaluar el impacto de escenarios de estrés y la capacidad de un emisor para administrar teniendo esos estreses.

La eficacia de la gobernabilidad y la administración es un factor importante al evaluar la calidad crediticia de una organización, como las decisiones e iniciativas de la administración – sujetas a la supervisión y dirección estratégica del organismo de gobierno (como un consejo administrativo o el ayuntamiento) – pueden determinar finalmente la viabilidad financiera a largo plazo de la entidad. Fitch generalmente enfoca su comentario sobre prácticas de administración y gobernabilidad cuando su efectividad influya materialmente en la decisión de calificación.

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

Administración: Fitch también examina el historial de la administración *senior* en la aplicación de las políticas del órgano rector y la administración del día a día. El análisis de Fitch es cualitativo en naturaleza y al evaluar escenarios de estrés del caso de calificación examinará la historia de la administración con respecto al cumplimiento de los objetivos definidos en su plan estratégico y ajustes realizados históricamente cuando ha enfrentado un entorno de operación cambiante. Fitch considera la explicación de la administración de las desviaciones significativas de sus resultados planeados, esperados o presupuestados y su formulación de planes de contingencia.

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

Atributos: Gobernabilidad y Administración

— Neutral para la Calificación	• Administración y órgano rector con mucha experiencia en el sector. • Equipo de administración generalmente estable y junta de directores con modesta rotación. • Un órgano rector objetivo y comprometido que no ejerza presión política. • Transparencia y fuerte comunicación entre el órgano rector y la administración. • En el caso de entidades afiliadas o miembros de grupo, esfuerzos coordinados entre los miembros y el órgano rector. • Políticas y procedimientos bien desarrollados y documentados.
—	• Planes de Administración de recursos, pronósticos de demanda y políticas de administración que por lo general reflejan las condiciones económicas, políticas y del sistema actuales.
— Negativo para la Calificación	• Falta de experiencia e intensidad en el emisor. • Presión política significativa en la municipalidad subyacente o en las áreas de servicio de los miembros que pueden deteriorar su perfil financiero. • Fracaso reiterado al intentar adoptar presupuestos de manera oportuna debido a la falta de consenso en el órgano rector o resistencia por parte de accionistas clave. • Imposibilidad para mantener comunicaciones abiertas entre el emisor y cualquier órgano rector relevante, que pueda reflejarse en cambios de operación inesperados. • Pronósticos y planes de administración de recursos débiles o carencia de los mismos. • Limitadas políticas y procedimientos o carencia de ambos. • Denuncias oficiales de corrupción que involucre a alguna ley o regulación de reporte financiero.

Fuente: Fitch

Legal y Regulatorio

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

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

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

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

Legal y Regulatorio

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

Fuente: Fitch.

Calidad de la Información

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

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

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

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

Calidad de la Información

Neutral para la Calificación	Datos de la operación actual; actualizaciones regulares; validación de manera independiente pronósticos en base a importancia o rango de error estadístico; no hay historia de errores de información materiales; flujos de efectivo detallados – recibos y desembolsos; información financiera auditada; cantidad importante de información pública disponible.
Estreses más Amplios	Sustancialmente basada en supuestos; extrapolada; sujeta a salvedades materiales; datos a menudo sujetos a retrasos; historia de revisiones o errores; alcance limitado.

Fuente: Fitch

Riesgos Macroeconómicos

Techo País y Dependencia del Régimen Legal

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

Adicionalmente a la calificación soberana y el Techo País, Fitch analiza el entorno político y regulatorio en el que opera el emisor. Un entorno estable y predecible es evidente ante un

gobierno comprometido, el apoyo público y una consistente aplicación de la ley y los reglamentos.

El riesgo político es el riesgo de cambios en las leyes, reglamentos o contratos de concesiones que rigen la operación del emisor durante el término de la deuda. Puede tomar la forma de una variación contrato unilateral, acciones regulatorias específicas, impuestos o regalías excepcionales, cambios forzados en propiedad o control, o simplemente expropiación. Dichas interferencias políticas son consideradas "Eventos de Riesgo" o "Escenario Extremo" y debido a que no pueden ser cuantificados o previstos, no pueden ser incluidos en los casos de calificación. Este riesgo por tanto no está reflejado en la calificación.

Sin embargo, el riesgo de que un regulador modifique algunos términos de la ecuación económica de un emisor dentro de sus facultades y responsabilidades habituales para determinar dichos parámetros (ej. tarifas de energía, cargos a usuarios u otros mecanismos de compensación por servicios), es revisado y capturado en el análisis a través de otros factores de calificación clave, en particular la Legitimidad del Ingreso (en particular, a través de su elemento de precio).

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

Techo País y Régimen Legal

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

^a Puede incluir referencia a los informes de mercados emergentes de Fitch o de fuentes externas, por ejemplo el Banco Mundial.
Fuente: Fitch

Otros Asuntos

Riesgos de Eventos

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

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

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

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

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

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

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

Estructuras del Emisor

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

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

Relación con el Gobierno Receptor: Para ciertos créditos de finanzas públicas que son una empresa o unidad componente de un gobierno general, la calificación de un título respaldado

por ingresos podría estar atada o influenciada por la calidad crediticia del gobierno general. Además de compartir características comunes de administración y del área de servicio, hay situaciones en las que podrían existir entre las dos conexiones de tipo legal, financiero u operacional (por ejemplo, cuando los contratos de crédito tienen un incumplimiento cruzado o si un fondo usa el efectivo de otro). En estos casos, la calificación apoyada en ingresos podría estar muy ligada al IDR del gobierno receptor. El análisis bajo la “Metodología de Calificación para las Empresas de Soporte Público” (Rating Criteria for Public Supported Enterprises) sería utilizado para evaluar el enfoque con el que se reflejaría este vínculo en la calificación del emisor. Fitch detalla cualquier relación directa entre la calidad crediticia del gobierno en general y los títulos respaldados por ingresos relacionados dentro del comentario de calificación correspondiente.

Riesgo Contraparte

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

La calificación de cualquier contraparte en la que el desempeño financiero es clave para el desempeño del emisor, se basa en una calificación de Fitch asignada por el grupo analítico pertinente. Las dependencias de calificaciones (cuando cualquier cambio en la calificación de la contraparte pueda afectar la calificación) serán señaladas y cualquier conexión de calificación (en donde la calificación de la transacción se mueva con la calificación de la contraparte) se hará explícita. En los casos en que no se tenga una calificación publicada por Fitch, se podrá utilizar una calificación interna privada. En donde el desempeño financiero de la contraparte es considerado en el análisis pero la contraparte no domina la calificación de la transacción, se puede utilizar una opinión crediticia interna. Las características estructurales para mitigar el deterioro del riesgo contraparte, tales como los desencadenantes de calificación o pruebas de índices financieros, son analizadas.

Análisis de Pares

En los casos en que Fitch tenga información disponible con respecto a emisores pares adecuados para los cuales se haya asignado una calificación (usualmente para el mismo sector, región y estructura), la misma será utilizada para el análisis comparativo de factores de riesgo individuales (tanto cuantitativos como cualitativos) o para establecer una calificación con respecto al grupo de pares.

En los casos en que las metodologías de sector no estén establecidas para una región o para el sector específico, una calificación bajo esta metodología maestra considerará a emisores en sectores y ubicaciones con perfiles de ingresos y de riesgo de operación similares y afectados de manera similar a consecuencia de consideraciones de riesgo asimétricas. Se determinarán las métricas adecuadas de forma que busquen consistencia y comparabilidad con emisores en sectores que tengan perfiles de legitimidad de ingresos y de riesgo de operación similares. Por ejemplo, una universidad fuera de Estados Unidos es evaluada bajo la metodología maestra y el análisis sigue de cerca los elementos relevantes del enfoque adoptado en la metodología para la educación superior en Estados Unidos y la metodología

para calificar entidades del sector público. Un hospital fuera de los Estados Unidos es evaluado bajo la metodología maestra y el análisis sigue de cerca elementos relevantes del enfoque adoptado al calificar proveedores de atención médica en Estados Unidos y la metodología para calificar entidades del sector público.

El análisis de pares posiblemente jugará un papel más importante en sectores en los que la cartera de calificaciones sea más desarrollada. Fitch podrá usar supuestos de normalización (tales como un calendario de amortización común anualizado) a fin de comparar mejor la deuda calificada con emisores pares.

Fuentes de Información

El análisis de Fitch y las decisiones de calificación están basados en información relevante disponible. Las fuentes son el emisor, el estructurador, los consejeros financieros, ingenieros o consultores independientes y el público en general. Esto incluye información pública disponible del emisor, como estados financieros auditados y no auditados (ej. provisionales) y documentación presentada ante entidades regulatorias. El proceso de calificación puede incorporar información suministrada por otras fuentes independientes. Si esta información es material para la calificación, la acción de calificación específica revelará la fuente pertinente.

Variaciones de Criterios

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

Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de estas metodologías para reflejar los riesgos de una transacción o un emisor en específico. A estos ajustes se les denomina variaciones. Todas las variaciones serán dadas a conocer en los respectivos comentarios de acción de calificación, incluyendo el impacto sobre la calificación cuando corresponda.

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

Limitaciones

Las calificaciones, calificaciones en observación y perspectivas asignadas por Fitch serán sujetas a las limitaciones especificadas en las Definiciones de Fitch Ratings disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/definitions>.

Sensibilidades de Calificación

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

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

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

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

Derechos de autor © 2018 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

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