

# Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas

## Metodología Maestra

### Alcance

Este reporte de metodología maestra identifica los factores que Fitch Ratings considera cuando asigna calificaciones de emisor o de instrumentos. Esta metodología aplica globalmente a nuevas calificaciones y al monitoreo de calificaciones existentes. No todos los factores de calificación en esta metodología pueden aplicar a cada calificación individual o acción de calificación, dado el amplio rango de entidades dentro del portafolio de Finanzas Corporativas de Fitch.

Reportes de metodología adicionales, incluyendo aquellas específicas a un sector, una clase de pasivo, una clase particular de riesgo intersectorial o una forma particular de estructura corporativa, suplementan la aplicación de esta Metodología Maestra y están disponibles en [fitchratings.com](https://www.fitchratings.com).

**Calificaciones de Emisor:** Una calificación de riesgo emisor (IDR; *issuer default rating*) es una evaluación de la vulnerabilidad relativa de un emisor corporativo no-financiero al incumplimiento de obligaciones financieras, y se pretende que sea comparable entre países y grupos de la industria. Los emisores pueden tener IDR de largo y corto plazo. Estas calificaciones están relacionadas dado que se basan en las características fundamentales de un emisor (véase la sección de Calificación de Corto Plazo para Corporativos en la página 8).

**Calificación de Instrumento:** Las calificaciones de emisiones de deuda individual incorporan información adicional sobre la prioridad de pago y la posible recuperación en caso de un evento de incumplimiento. Por favor, véase la metodología [Corporates Recovery Ratings and Instrument Ratings Criteria](#) para más información sobre cómo Fitch asigna calificaciones a instrumentos.

### Factores Clave de Calificación

**Factores Cualitativos y Cuantitativos:** Las calificaciones de corporativos de Fitch reflejan factores cualitativos y cuantitativos que comprenden los riesgos de negocio y financieros de los emisores de deuda y sus emisiones de deuda individuales.

#### Factores Clave de Calificación

Perfil de riesgo del sector	Perfil financiero
Riesgo país	<ul style="list-style-type: none"> <li>Flujo de efectivo y rentabilidad</li> </ul>
Estrategia de administración/gobierno corporativo	<ul style="list-style-type: none"> <li>Estructura financiera</li> </ul>
Estructura del grupo	<ul style="list-style-type: none"> <li>Flexibilidad financiera</li> </ul>
Perfil de negocio	

Fuente: Fitch Ratings.

#### Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Enfoque de Calificación	2
Perfil de Riesgo del Sector y Riesgo País	3
Estrategia de la Administración y Gobierno Corporativo	4
Factores de Propiedad, Soporte y Grupo	5
Perfil de Negocio	5
Perfil Financiero	5
Tratamiento del Riesgo de Evento	8
Calificaciones de Corto Plazo de Finanzas Corporativas	9
Modelo de Opinión Crediticia Corporativa	11
Información y Limitaciones	12
Supuestos para la Sensibilidad de Calificación	14
Variaciones Metodológicas	14
Divulgación Metodológica	15
Apéndice 1. Principales Ajustes Analíticos	16
Apéndice 2: Aproximación a Dificultades en las Categorías de Calificación Más Bajas (Solo para Calificaciones en Escala Internacional)	46
Apéndice 3: Canje Forzoso de Deuda	54
Apéndice 4: Guía de Indicadores Crediticios	58
Apéndice 5: IDR en Moneda Local, IDR en Moneda Extranjera, Entorno Operativo, Calificación Soberana y Techo País (Solo para Calificaciones en Escala Internacional)	65

Esta metodología es una traducción del reporte en inglés titulado "Corporate Rating Criteria" del 15 de octubre de 2021.

Este reporte actualiza y reemplaza a la Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas del 13 de abril de 2021.

#### Analistas

Jeremy Carter  
+44 20 3530 1391  
[jeremy.carter@fitchratings.com](mailto:jeremy.carter@fitchratings.com)

Alex Griffiths  
+44 20 3530 1709  
[alex.griffiths@fitchratings.com](mailto:alex.griffiths@fitchratings.com)

Michael Simonton  
+1 312 368 3138  
[michael.simonton@fitchratings.com](mailto:michael.simonton@fitchratings.com)

Daniel Kastholm  
+1 312 368 2070  
[daniel.kastholm@fitchratings.com](mailto:daniel.kastholm@fitchratings.com)

Buddhika Prasad Piyasena  
+65 6796 7223  
[buddhika.piyasena@fitchratings.com](mailto:buddhika.piyasena@fitchratings.com)

Michael L. Weaver  
+1 312 368 3156  
[michael.weaver@fitchratings.com](mailto:michael.weaver@fitchratings.com)

**Perfil Histórico y proyectado:** Las proyecciones se desarrollan con un horizonte de tiempo de tres a cinco años. Combinado generalmente con por lo menos los últimos tres años de historia operacional y datos financieros, esto constituye un ciclo económico típico del emisor bajo revisión. Estas proyecciones se utilizan en un análisis comparativo en el cual Fitch evalúa la fortaleza del perfil de riesgo de negocio y financiero de un emisor en relación con su industria o grupo de pares en su categoría de calificación.

**Ponderación de los Factores Varía:** La ponderación entre los factores cuantitativos y cualitativos individuales y en conjunto varía entre entidades en un sector, y también a lo largo del tiempo. Como regla general, cuando un factor es significativamente más débil que otros, este elemento más débil tiende a tener una ponderación mayor en el análisis.

## Enfoque de Calificación

La Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas proporciona un marco global que guía las calificaciones de Fitch para emisores corporativos de forma que la diversidad y el dinamismo globales del sector corporativo puedan ser vistos sobre una base común. Los corporativos calificados de manera individual pueden abarcar múltiples industrias, algunas de las cuales son muy pequeñas y con características idiosincráticas, y generalmente también enfrentarán fuerzas de mercado que se mueven rápidamente y normalmente sin regulación.

Partiendo del rango de categorías de calificación más adecuado para el perfil de riesgo del sector del corporativo, el análisis del riesgo país y de las características operacionales y financieras del emisor permite a los comités de calificación determinar el grupo de pares más apropiado y, con base en comparaciones históricas y proyectadas, limitar el resultado de la calificación a un nivel (*notch*) específico.

Es probable que emisores corporativos con calificaciones de grado de inversión altas en escala internacional muestren flexibilidad financiera y operacional fuerte. Las calificaciones pueden estar limitadas en sectores con mayor volatilidad en el desempeño de sus métricas crediticias, en comparación con otros durante ciclos normales.

### Navegadores de Sector

Los Navegadores de Sector guían la aplicación de los conceptos de esta metodología con base en el sector específico. Sin embargo, los factores del Navegador no son exhaustivos. Nosotros complementamos los Navegadores con una sección de Derivaciones de Calificación en nuestro análisis lo cual explica el posicionamiento de la calificación del emisor en relación con sus pares y/o los umbrales relevantes del Navegador, y otras consideraciones que afectan la calificación que no se incluyen en el Navegador del Sector. Esto puede incluir consideraciones como la calificación techo país y calificaciones relacionadas (por ejemplo, entidades relacionadas con el gobierno, o la relación matriz y subsidiaria).

Normalmente se esperaría que la IDR de un emisor se encuentre dentro del rango de tres niveles centrado alrededor de cualquier combinación razonable de los puntos medios de los Factores Clave del Navegador. Cuando este no sea el caso, la diferencia se explicará en la sección de Derivación de Calificación.

**Selección del Navegador:** Fitch utilizará el Navegador del Sector que mejor capture el sector en el que opera el emisor, permitiendo una visión de sector más específica de los factores clave de calificación y comparación de pares de esta metodología. El Navegador Genérico puede ser utilizado si no existe un Navegador de Sector apropiado. Si un emisor combina varios sectores, Fitch puede preparar un Navegador para cada sector relevante o concentrarse en el sector más dominante.

**No Aplicación de Navegadores:** Es poco probable que se usen cuando el emisor es evaluado bajo cierta metodología (por ejemplo, *Investment Holding Companies Rating Criteria* o la *Metodología de Calificaciones en Escala Nacional*) o cuando los factores del Navegador no reflejan adecuadamente el perfil de riesgo del emisor (por ejemplo, un emisor que combina múltiples sectores y ninguno es dominante).

## Perfil de Riesgo del Sector y Riesgo País

### Perfil de Riesgo del Sector

Fitch determina la calificación individual de un emisor dentro del contexto de los fundamentos de la industria de cada emisor. Las industrias que están en declive, altamente competitivas, intensivas en capital, cíclicas o volátiles son inherentemente más riesgosas que las industrias estables con pocos competidores, barreras de entrada altas, dominio nacional y niveles de demanda predecibles.

Aunque los sectores difieren en gran medida (y los emisores pueden combinar a menudo una variedad de sectores en sus operaciones), el perfil de riesgo de sector contenido en los Navegadores proporcionan un rango típico de calificación individual para los emisores en una variedad de industrias. El umbral superior del rango no es un tope de calificación individual rígido para los emisores en la industria. Sin embargo, se esperaría que un emisor que esté calificado por encima de dicho límite claramente destaque de forma positiva en la mayoría de las características de negocio y financieras. Es poco probable que un emisor sea calificado de manera individual en más de un par de *notches* por encima del límite superior de la industria relevante.

### Riesgo País

La evaluación de Fitch del riesgo país sobre la calificación de un emisor comprende dos consideraciones distintas: el entorno operativo (EO); y el riesgo de transferencia y convertibilidad (riesgo TyC o Techo País).

#### Entorno Operativo

Todo emisor existe dentro de un entorno operativo, que es una combinación de:

- Entorno Económico: la ubicación de sus ingresos, ganancias y activos
- Acceso Financiero: el entorno de financiación
- Gobernanza Sistémica: la gobernanza sistémica de su ubicación principal.

El EO opera como una consideración asimétrica, en que solo tendrá un impacto en la calificación del emisor cuando sea negativo. Las empresas pueden tener éxito y fracasar en los entornos más benévolos, típicamente haciendo de dicho entorno una consideración neutral para las calificaciones. Sin embargo, un entorno de mayor riesgo puede restringir activamente el potencial de una empresa y el perfil crediticio general.

En los mercados emergentes, especialmente, el EO puede resultar en un perfil de calificación de uno a dos *notches* más bajo, dependiendo del nivel de desafío que plantee dicho entorno. Esta calificación sería efectivamente la calificación subyacente del emisor, antes de cualquier consideración del techo país.

#### Riesgo de Transferencia y Convertibilidad

Los techos país de Fitch representan una restricción general de las calificaciones en moneda extranjera de un emisor donde el techo país relevante es menor que 'AAA'. Un techo país puede ser superado en ciertas circunstancias, como se detalla en la metodología [Non-Financial Corporates Exceeding the Country Ceiling Rating Criteria](#).

Los techos país son una evaluación del riesgo de TyC, capturando el riesgo de imposición de controles de cambio que podrían prevenir o impedir sustancialmente la capacidad del sector privado de convertir moneda local en moneda extranjera. Por extensión, consideraciones de TyC no afectan las calificaciones en moneda local. Véase [Country Ceilings Criteria](#) para más detalle.

Tenga en cuenta que si bien el riesgo de TyC está estrechamente relacionado con las calificaciones soberanas, las calificaciones soberanas no tienen un efecto directo en la calificación de un emisor corporativo y no se incluyen en nuestra evaluación del EO. Las calificaciones soberanas capturan la probabilidad de que un emisor soberano incumpla y no son un indicador de la salud financiera general de la economía, mucho menos de un sector industrial dentro de un país determinado.

Consulte el [Apéndice 5](#) para obtener una descripción sobre cómo se relacionan entre sí la IDR en moneda extranjera, la IDR en moneda local, el entorno operativo, el techo país y la calificación soberana.

## Estrategia de la Administración y Gobierno Corporativo

### Estrategia de la Administración

Fitch considera el historial de la administración en términos de su capacidad para crear una mezcla de negocio saludable, mantener la eficiencia operativa y fortalecer la posición de mercado del emisor. El desempeño financiero a lo largo del tiempo proporciona una medida útil de la capacidad de la administración para ejecutar sus estrategias operativas y financieras.

Los objetivos corporativos se evalúan con base en la estrategia futura y antecedentes. La tolerancia al riesgo y la coherencia son elementos importantes en la evaluación. La manera histórica de financiar adquisiciones y la expansión interna proporcionan información sobre la tolerancia al riesgo de la administración.

### Gobierno Corporativo

Fitch se enfoca por lo general en las siguientes características de gobierno corporativo: estructura de gobierno corporativo, estructura de grupo y transparencia financiera.

El gobierno corporativo opera como una consideración asimétrica. Donde este se considere adecuado o fuerte, típicamente tiene poco o no tiene impacto sobre las calificaciones crediticias del emisor. Donde se observe una deficiencia, puede haber un impacto negativo en las calificaciones asignadas.

### Gobierno y Estructura de Grupo

El propósito de analizar el gobierno corporativo y la estructura de grupo es evaluar si la forma en que se distribuye el poder efectivo dentro de un emisor previene (o, por el contrario, haga más probable) problemas potenciales de naturaleza principal-agente (por ejemplo, una administración que extrae valor de los accionistas o tenedores de deuda para su propio beneficio), o de naturaleza principal-principal (por ejemplo, un accionista mayoritario que extrae valor de accionistas minoritarios o tenedores de deuda).

Los elementos a tener en cuenta son, en particular, la presencia de controles efectivos para asegurar políticas sólidas, una junta directiva efectiva e independiente, compensación de la gerencia, transacciones con partes relacionadas, integridad del proceso de contabilidad y auditoría, concentración de propiedad y riesgo de persona clave.

### Transparencia Financiera

La transparencia financiera indica qué tan fácil es para los inversionistas estar en una posición para evaluar la condición financiera y los riesgos fundamentales de un emisor. Fitch considera, en general, que la información financiera de alta calidad y oportuna es indicativa de un gobierno corporativo sólido. Así mismo, la publicación de estados contables intencionalmente inexactos o engañosos es señal de fallas más profundas en el marco de gobierno corporativo de un emisor.

La evaluación de Estructura de Grupo y Transparencia Financiera también toma en cuenta la transparencia del grupo más amplio del emisor, particularmente cuando existe un accionista controlador. Una puntuación de 'aa' es vista como excepcional para estos subfactores y está reservada para estructuras extremadamente simples combinadas con informes excepcionalmente fuertes que van más allá de los estándares de información.

## Factores de Propiedad, Soporte y Grupo

### Relaciones entre Entidades del Grupo

Fitch asigna la IDR al emisor de deuda que tiene operaciones que definen su calidad crediticia. Cuando el emisor es una compañía *holding* para el grupo, las filiales operativas pueden estar financiadas sustancialmente por la matriz, pueden existir garantías intergrupales o pueden haber otras características operativas o contractuales que unan al grupo. Por lo tanto, la IDR del *holding* representa las operaciones del grupo en su conjunto.

Cuando las entidades del grupo están protegidas o tienen fondos segregados, Fitch evalúa los vínculos del grupo bajo la metodología [Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria](#), o bien, cuando la entidad es una compañía puramente tenedora de inversiones minoritarias o sin control (*holding* de inversión) se utiliza el enfoque analítico de [Investment Holding Companies Rating Criteria](#).

Cuando las entidades de propósito especial son vehículos de financiamiento de emisión de deuda y no tienen operaciones, Fitch generalmente califica la deuda garantizada del emisor con base en las calificaciones del garante. Fitch considera que una garantía es completa y adecuada para la deuda garantizada a la cual se asignan las calificaciones del garante si cubre 100% de los pagos de principal más todos los intereses acumulados hasta el punto en que se han cubierto todos los pagos de principal.

Cuando no se utiliza un enfoque consolidado por ejemplo, debido a intereses minoritarios importantes, Fitch generalmente considera la sostenibilidad y predictibilidad de las fuentes de ingresos de los emisores (incluyendo el total del efectivo dentro del grupo y los dividendos condicionales que se pagan a la matriz) utilizados para servir su deuda, la calidad crediticia de las entidades relevantes y su contribución al perfil financiero del grupo (ver [Apéndice 1](#)).

### Perfil de Negocio

Los factores clave de calificación relacionados con el perfil de negocio abarcan una gama amplia de riesgos de negocio cualitativos, adaptados a los fundamentales de la industria para cada sector. Los elementos comúnmente observados o esperados para una serie de industrias corporativas clave se incluyen en nuestros Navegadores de Sector relevantes para proporcionar guía para la aplicación de los conceptos de la Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas.

### Perfil Financiero

El aspecto cuantitativo de las calificaciones corporativas de Fitch se enfoca en el perfil financiero de un emisor y su capacidad de servir sus obligaciones con una combinación de recursos internos y externos.

Fitch considera estos factores en todos los Navegadores de Sector: Rentabilidad, Flexibilidad Financiera y Estructura Financiera. Estos son evaluados de forma prospectiva, a través de la base del ciclo. Estos se discuten con mayor detalle en las secciones siguientes.

**Énfasis en Métricas de Flujo de Fondos:** El análisis financiero de Fitch atribuye un peso sustancialmente mayor a las medidas de flujo de efectivo de las ganancias, la cobertura y el apalancamiento que a los indicadores basados en patrimonio, tales como deuda a patrimonio y deuda a capital. Estos últimos se basan en valoraciones contables, que no siempre reflejan los valores de mercado actuales o la capacidad de la base de activos para generar flujos de efectivo para servir la deuda. Además, los valores contables son una medida igualmente más débil para el análisis de pérdida en caso de incumplimiento, en comparación con los indicadores basados en el flujo de efectivo.

Sin embargo, cuando es más probable que el pago de la deuda provenga de la venta de activos que del flujo de efectivo generado por las operaciones, como en los sectores inmobiliarios o *holdings* de inversión, y el valor de los activos está basado en datos suficientemente confiables, Fitch puede

tomar en cuenta indicadores basados en el balance general, como la razón deuda a valor (*loan to value*).

Fitch considera que es más relevante el análisis de tendencias para un conjunto de indicadores que el de un indicador individual que represente solamente una medida de desempeño en un punto determinado en el tiempo.

**Referencias Específicas de Sector:** Las métricas crediticias no se utilizan de una manera determinada para asignar calificaciones, dado que se pueden extraer diferentes conclusiones de un mismo indicador o razón, dependiendo del sector bajo revisión. Como conclusiones variantes se pueden obtener de la misma razón dependiendo del sector bajo el que se revisan. En el reporte [Sector Navigators - Addendum to the Corporate Rating Criteria](#) Fitch especifica indicadores financieros consistentes con las diferentes categorías de calificación para diversos sectores, ya sea a nivel regional o global de acuerdo a factores observados o extrapolados según el juicio de la agencia sobre emisores calificados.

## Enfoque Prospectivo a través del Ciclo

### Modelo de Proyección (COMFORT)

Los pronósticos corporativos se facilitan por el Modelo de Monitoreo y Proyección Corporativa (COMFORT). El COMFORT es un modelo de proyección que utiliza el balance general, estado de resultados y estado de flujos de efectivo para proyectar los indicadores clave de la metodología de calificaciones corporativas bajo diversos escenarios, tal como se describe en la metodología.

El modelo no emplea ninguna técnica de modelación estadística ni se aplican supuestos de proyección estándar. Su principal propósito es apoyar el análisis de calificación de Fitch asegurando que los indicadores clave se proyecten de manera consistente a nivel global para generar proyecciones financieras de un emisor específico conforme a las metodologías de Fitch para su uso en los comités de calificación.

El modelo COMFORT puede no ser utilizado para emisores como compañías tenedoras de inversión o cuando Fitch requiera hacer ajustes significativos a la estructura del balance (por ejemplo, cuando se necesita desconsolidar completa o parcialmente una parte importante del negocio), en cuyo caso las proyecciones se realizarán utilizando un enfoque personalizado.

### Escenarios Base y de Estrés

Fitch evalúa los riesgos de entidades y estructuras calificadas bajo una variedad de escenarios con el fin de asegurar la estabilidad de la calificación. Las proyecciones del escenario base y del escenario de estrés ayudan a determinar, por un lado, la holgura de las calificaciones crediticias de una compañía y, por otro, si es apropiado un cambio en la Perspectiva de calificación.

Los escenarios se desarrollan con base en los riesgos potenciales que un emisor puede enfrentar en un escenario base y uno de estrés. Las proyecciones financieras se basan en el desempeño operativo y financiero actual e histórico del emisor, la orientación estratégica de este y un análisis amplio de las tendencias de la industria. El contexto macroeconómico para el escenario base puede ser soportado por los más recientes comentarios y pronósticos de la Perspectiva Económica Global de Fitch.

El escenario base se define como un conjunto de proyecciones conservadoras que conforman la base de la evaluación del emisor. Las proyecciones del escenario base se desarrollan sobre un horizonte de tiempo de tres a cinco años que, en conjunto con al menos los últimos tres años de historia operativa y datos financieros, constituye generalmente un ciclo económico normal del emisor bajo revisión. Fitch considera que esto representa un marco de tiempo razonable para las proyecciones, más allá del cual las proyecciones son menos significativas.

También se realiza un escenario de estrés, definido como aquel que puede causar una baja de calificación de al menos un *notch*.

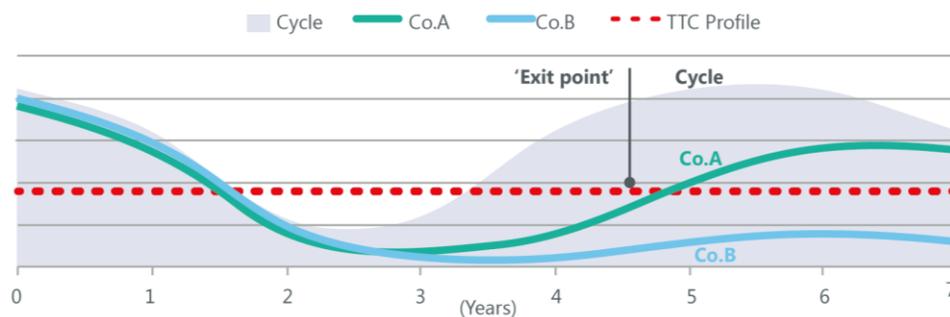
**Enfoque “a través del Ciclo”**

Al calificar empresas cíclicas, las proyecciones de Fitch consideran las medidas de protección crediticia y la rentabilidad “a través del ciclo”. El principal desafío al calificar a un emisor cíclico es decidir cuándo ha ocurrido un cambio fundamental en la política financiera o algún cambio estructural en el entorno operativo que requiera un cambio de calificación.

La gráfica “Calificación a través del Ciclo” a continuación muestra dos ejemplos altamente ilustrativos. La compañía A sufre durante la recesión, pero se estima que recupere su perfil a través del ciclo, representado por la línea punteada, en el “punto de salida” de 18 a 24 meses después de la recesión. La línea punteada representa parámetros (cuantitativos y cualitativos) consistentes con un nivel de calificación particular.

La compañía B, por el contrario, sufre significativamente más durante la recesión y es incapaz de responder con la misma eficacia. Esto puede deberse a expectativas de una menor generación de flujo de efectivo o al supuesto de un apalancamiento adicional significativo para compensar los déficits de efectivo durante la recesión. Adicional o alternativamente, esto puede ser el resultado de un cambio fundamental en el modelo de negocio, riesgos durante la recesión o cambios en la demanda del mercado. La compañía B normalmente verá una disminución en su calificación consistente con un perfil crediticio más bajo, lo cual está representado en la gráfica por una línea punteada paralela pero más baja que ilustra el perfil a través del ciclo de una calificación más baja.

Calificación a través del Ciclo



**Aplicación a Empresas de Materias Primas (Commodities)**

Al evaluar la calificación crediticia de empresas de *commodities*, Fitch proyecta el desempeño operacional y los perfiles financieros futuros utilizando diversos supuestos, que incluyen indicadores de mercado de precios futuros (*market-based forward-price indications*) para el corto plazo y un precio medio a través del ciclo del *commodity* para el perfil de mediano plazo. Para compañías de petróleo y gas, esto se conoce como una plataforma de precios. Tanto los precios de mercado como los precios medios del ciclo utilizados por Fitch son conservadores por naturaleza y, por lo general, están por debajo de los niveles de consenso durante los períodos de precios al alza. Por el contrario, pueden permanecer por encima de los precios de mercado durante recesiones severas del mercado en las que los precios de mercado actuales son afectados por factores distorsionantes de corto plazo.

Las proyecciones de Fitch del precio de mercado y de mitad de ciclo del petróleo y gas no pretenden ser pronósticos de precio. Más bien, buscan reflejar niveles de precios futuros con propósitos de modelación y calificación, así como evaluar las expectativas futuras de precio del *commodity* desde la perspectiva de un tenedor de deuda. Al desarrollar sus supuestos de precio a futuro, Fitch considera los fundamentos de oferta y demanda de la industria, el nivel de los costos marginales del productor y los flujos de inversión, entre otros factores.

En el caso de las empresas de *commodities* que han llevado a cabo inversiones de capital (capex) y dichos proyectos estén por arrancar y sus ganancias estén próximas a fluir para reducir la deuda, si los precios de los *commodities* disminuyeran, la sensibilidad de la calificación de Fitch podría hacer referencia a métricas de corto plazo acordes a la calificación, reconociendo un límite mínimo en el precio del *commodity* combinado con una carga de deuda temporalmente más alta. También podría hacer referencia a una métrica a través del ciclo más normal a ser alcanzada en el corto plazo. Este análisis ya habría evaluado las cualidades del proyecto de inversión, incluyendo su plazo de culminación y la posición en la curva de costos.

### Flujo de Efectivo y Rentabilidad

El análisis de Fitch se centra en la estabilidad de las ganancias y en el flujo de efectivo continuo de las líneas principales de negocios del emisor. Un flujo de caja operativo sostenible respalda la capacidad del emisor para servir su deuda y financiar sus operaciones y requerimientos de capital sin depender de financiamiento externo.

Si bien las utilidades constituyen la base del flujo de efectivo, se deben hacer ajustes en rubros como provisiones no-monetarias y las reservas para contingencias, castigo de activos sin impacto en el efectivo y cargos no recurrente. Por favor, vea el [Apéndice 4](#) para más detalle.

### Estructura Financiera

Fitch analiza la estructura financiera para determinar el nivel de dependencia de un emisor del financiamiento externo. Diversos factores son considerados para evaluar las implicaciones crediticias del apalancamiento financiero de un emisor, incluyendo la naturaleza de su entorno de negocio y los principales flujos de efectivo generados por la operación (véanse en el [Apéndice 4](#)).

Como parte de este proceso, el nivel de deuda de un emisor generalmente se ajusta sumando el conjunto de obligaciones fuera de balance al nivel de deuda total en el balance.

Véanse en el [Apéndice 1](#) los ajustes estándar aplicables a los corporativos.

### Flexibilidad Financiera

La flexibilidad financiera le permite a un emisor cumplir con sus obligaciones de servicio de deuda y afrontar periodos de volatilidad sin erosionar su calidad crediticia. Entre más conservadora sea la capitalización de un emisor, mayor será su flexibilidad financiera. En general, el compromiso de mantener la deuda dentro de un cierto límite, o en relación con el flujo de efectivo o razón deuda a valor, permite a un emisor enfrentar de mejor manera eventos inesperados.

Otros factores que contribuyen a la flexibilidad financiera son la capacidad de revisar los planes de inversión de capital, las relaciones bancarias sólidas, el grado de acceso a una gama de mercados de deuda y capital (nacionales o internacionales), las líneas de crédito comprometidas a largo plazo y la proporción de deuda de corto plazo en la estructura de capital. Cuando resulte relevante, estos temas se incorporan en el análisis de la liquidez.

Las empresas con grado de inversión suelen acceder principalmente a deuda no garantizada. Algunos sectores de uso intensivo de activos, como el inmobiliario, en ciertos mercados, acceden a deuda garantizada, pero el análisis de Fitch evalúa el nivel de activos no comprometidos en relación con la deuda no garantizada desde una perspectiva de flexibilidad financiera, costo y recuperación, la cual puede afectar la IDR de la entidad y la calificación del instrumento no garantizado. En el caso de las empresas por debajo del grado de inversión, el enfoque analítico de la prelación de la deuda se detalla en la metodología *Corporates Recovery Ratings and Instrument Ratings Criteria*

## Tratamiento del Riesgo de Evento

“Riesgo de evento” es un término utilizado para describir el riesgo de un evento típicamente imprevisto que, hasta que el evento sea explícito y definido, se excluye de las calificaciones existentes. Los riesgos de eventos pueden desencadenarse externamente, por ejemplo, a través de un cambio en la ley, un desastre natural o una oferta de compra hostil de otra entidad, o pueden originarse internamente, como un cambio en la política de la estructura de capital, una adquisición

importante o una reestructuración estratégica. El riesgo de fusiones y adquisiciones ha sido estadísticamente el riesgo de evento más común y puede servir como ejemplo de cómo el riesgo de evento puede incluirse o excluirse de las calificaciones.

### Ejemplo de Riesgo de Evento – Tratamiento del Riesgo de Fusiones y Adquisiciones en las Calificaciones

Evento	Incorporación en la Calificación
La compañía anuncia una adquisición oportunista, contraria a la estrategia previamente declarada de crecimiento orgánico.	Evento no incluido en las calificaciones existentes. El evento normalmente genera una revisión de calificación basada en la importancia e impacto, dependiendo de la combinación de las fuentes de fondeo y el costo.
La compañía anuncia una adquisición oportunista, acorde con la intención previamente declarada de llevar a cabo adquisiciones importantes financiadas con deuda durante tres años en el sector actual de la compañía.	Evento en gran parte incluido en las calificaciones existentes. No obstante, el evento genera una revisión de calificación para garantizar que los parámetros de la adquisición actual sean consistentes con las expectativas ya incorporadas en la calificación.
La compañía anuncia su intención de expandirse a través de adquisiciones. No hay una indicación clara del costo o de la combinación prevista de las fuentes de fondeo.	Evento no incluido en la calificación existente. El evento típicamente genera una revisión de calificación, que puede conducir a revisiones de Perspectiva o de calificación, dependiendo de la evaluación de Fitch de los objetivos probables, tamaños de oferta, valoraciones, el historial de combinaciones de fuentes de fondeo, y la flexibilidad de apalancamiento de la compañía.

Fuente: Fitch Ratings

### Calificaciones de Corto Plazo de Finanzas Corporativas

El horizonte de tiempo de las calificaciones de corto plazo no se refiere explícitamente a los 13 meses inmediatamente después de una fecha determinada. En cambio, se refiere al perfil de liquidez continuo que se esperaría que la entidad calificada mantuviese durante el horizonte de tiempo de la IDR de largo plazo, por lo general un ciclo económico. Este enfoque pone menos énfasis en características favorables o desfavorables del perfil de liquidez cuando se consideran temporales.

Las calificaciones de corto plazo se asignan a obligaciones cuyo vencimiento inicial se considera de corto plazo según la convención de mercado. Esto significa hasta 13 meses en el caso de los corporativos. Las calificaciones de corto plazo están vinculadas a las de largo plazo según la tabla de correspondencia de calificación de Fitch, ya que la liquidez y las preocupaciones de corto plazo son parte de la revisión del perfil crediticio de largo plazo.

### Tabla de Correspondencia de Calificaciones

Calificación de Largo Plazo	Calificación de Corto Plazo
AAA to AA-	F1+
A+	F1 o F1+
A	F1 o F1+
A-	F1 o F2
BBB+	F1 o F2
BBB	F2 o F3
BBB-	F3

### Tabla de Correspondencia de Calificaciones

Calificación de Largo Plazo	Calificación de Corto Plazo
BB+ to B-	B
CCC to C	C
RD/D	RD/D

Fuente: Fitch Ratings

### Diferencia Entre Calificaciones de Corto Plazo En Escala Internacional

Los navegadores de Fitch incorporan factores que tienen una relevancia específica para los riesgos a corto plazo y la liquidez. El factor principal del navegador que aborda estos problemas es el Factor de Flexibilidad Financiera.

Este factor se compone de subfactores que abordan la disciplina de la política financiera, la liquidez y cobertura de intereses o de cargos fijos, así como la exposición a la volatilidad de la moneda. Este factor de Flexibilidad Financiera se utilizará para determinar la diferencia de las calificaciones de corto plazo entre la opción “base” y la opción “superior” en una cúspide, midiendo el grado en que el resultado del factor (generalmente medido en una escala de minúsculas ‘aaa’) excede a la calificación de largo plazo.

Específicamente, el factor de Flexibilidad Financiera (punto medio de la banda de tres escalones) deberá calificarse en un nivel equivalente al nivel mínimo al que siempre se aplicaría la calificación más alta de corto plazo, como se muestra en las tablas a continuación.

### Factor de Flexibilidad Financiera Mínimo Requerido para Lograr una Calificación de Corto Plazo Más Alta

F1+	aa-
F1	a
F2	bbb+

Fuente: Fitch Ratings

Al derivar el Factor de Flexibilidad Financiera general, los analistas otorgarán mayor importancia al subfactor de Liquidez, con los otros subfactores (cobertura de cargo fijo/interés, disciplina financiera y exposición cambiaria) siendo principalmente considerados si muestran una debilidad sustantiva.

Para aplicar la opción de calificación más alta a corto plazo se requerirían dos condiciones de “control”, basadas también en factores del navegador:

- El factor de Estructura Financiera (punto medio de la banda de tres escalones), que mide el apalancamiento y la estructura de capital a mediano y largo plazo, no es una debilidad sustancial para el emisor en relación con su IDR. Específicamente, el nivel del factor Estructura Financiera se puntuaría en o por encima de los umbrales siguientes:

### Factor de Estructura Financiera Mínimo Requerido para Lograr una Calificación de Corto Plazo Más Alta

F1+	a
F1	bbb
F2	bbb-

Fuente: Fitch Ratings

- El factor del Entorno Operativo (extremo superior de la banda de calificación) deberá ser al menos 'a-' para garantizar que los resultados no favorezcan indebidamente a las entidades con nivel de apalancamiento bajo en las jurisdicciones más débiles que, por su naturaleza, irían en contra de lograr el mayor resultado de calificación de corto plazo.

Los comités de calificación también darán consideración adicional a otros factores, como el buen gobierno corporativo u otras incertidumbres sustanciales de corto plazo, que podrían anular el conjunto de reglas generales descrito anteriormente.

Cuando las calificaciones de largo plazo de un emisor se igualan con una matriz o patrocinador basadas en nuestra metodología de “Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria” o la “Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno”, las calificaciones de corto plazo también se igualarán. Cuando la calificación de un emisor se respalde de manera descendente, se aplicará la más alta de las dos opciones de calificación de corto plazo, limitada al nivel de calificación de corto plazo de la matriz de soporte. Cuando la calificación de un emisor se respalda de manera ascendente, la opción de calificación de corto plazo se elegirá de forma independiente, utilizando el razonamiento descrito anteriormente.

## Modelo de Opinión Crediticia Corporativa

El Modelo de Opinión de Crediticia Corporativa (CCOM; *Corporate Credit Opinion Model*) produce Opiniones Crediticias basadas en modelos (MBCO; *model-based Credit Opinions*) que son designaciones de crédito privadas puntuales en el tiempo.

El CCOM utiliza un enfoque cuantitativo tanto para monitorear las opiniones crediticias previamente asignadas (CO; *credit opinions*) como para asignar nuevos MBCO. El CCOM es aplicado a empresas financiera apalancadas industriales (es decir, no financiera), generalmente en el mercado medio de los EE. UU.

El CCOM se calibra utilizando un grupo de emisores que es representativo de los que se evaluarán utilizando el modelo, reconociendo el conjunto limitado de datos disponible. Específicamente, el CCOM captura la relación entre las métricas crediticias clave identificadas por el equipo de finanzas apalancadas de Fitch y las calificaciones y opiniones crediticias previamente asignadas, utilizando un modelo de regresión logística ordinal.

Las variables independientes utilizadas en el modelo son cuatro métricas crediticias base: apalancamiento total; intereses promedio; margen de EBITDA; y los ingresos. La relación entre cada uno de estos y las indicaciones asignadas son examinadas, cuantificadas y calibradas contra un grupo regional para los EE. UU. Para algunos sectores y en algunas ocasiones, el modelo puede no enfatizar algunas variables si el análisis estadístico no soporta su inclusión.

El CCOM también tiene integrada una superposición integrada de limitaciones basada en reglas analíticas destinadas a representar mejor los resultados finales del comité con respecto al resultado modelo, controlar los potenciales resultados atípicos e imponer restricciones de escala a entidades ultrapequeñas. Específicamente, el modelo requiere un EBITDA ajustado por Fitch mínimo de USD5 millones para que aplique el modelo.

La razón para el nivel mínimo de EBITDA ajustado por Fitch es que Fitch cree que puede no ser apropiado asignar indicaciones crediticias, incluyendo OCB, a entidades por debajo de un tamaño en particular, bajo lo cual las entidades se comportan de manera diferente a un emisor típico de deuda corporativa y, por lo tanto, cae por fuera de las expectativas comunes relacionadas con liquidez, estructura legal y otras consideraciones similares.

El modelo utiliza un cálculo de EBITDA que comienza con el EBITDA ajustado reportado por el prestatario, pero considera ajustes similares a los realizados en el EBITDA operativo de Fitch (ver [Apéndice 4](#)), sujeto a las limitaciones de información aplicadas a las Opiniones Crediticias basadas en el modelo.

En la etapa del comité, los analistas revisan el resultado del modelo, junto con un cálculo simple de la relación de liquidez (efectivo disponible definido por Fitch más líneas revolventes disponibles dividido por la deuda total con crédito de capital) para considerar si un CO más alto o más bajo puede estar justificado (generalmente con un ajuste de un *notch*) en relación con lo sugerido por el Modelo CCOM, basado en el conocimiento del sector, niveles de métricas en conflicto o cualquier factor adicional que se considere relevante.

Si bien los CO derivados del CCOM no contienen datos de pronóstico o análisis de sensibilidad, los ajustes realizados al EBITDA de CCOM pueden incluir elementos prospectivos. El modelo solo produce resultados en el rango de 'b+\*' a '<=ccc+\*'.

Los CO derivados del MBCO son utilizados, de forma conjunta, como un insumo en la determinación de las calificaciones de obligaciones de préstamos garantizados del mercado medio (CLO; *collateralised loan obligation*). Para más detalles sobre el COs, incluyendo los diferentes estándares de información, por favor vea [Credit Opinions: Key Differences with Credit Ratings](#) (Febrero 2019) y [Rating Definitions](#) (Junio 2020) disponibles en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

## Ejemplos Indicativos de Rangos de Métricas Crediticias Clave para Niveles de MBCO

Nivel de MBCO	Deuda/Apalancamiento		Índice de Liquidez (%)
	EBITDA (x)	Cobertura de Intereses (x)	
<=ccc+*	>8	<1	<10
b-*	6.5-8	>1	10-15
b*	5-6.5	>1	10-15
b+*	<5	>1	>15

Fuente: Fitch Ratings

## Información y Limitaciones

### Contabilidad

El proceso de calificación de Fitch no es una auditoría de los estados financieros de un emisor. Sin embargo, la elección de las políticas contables por parte del emisor puede informar la opinión de Fitch en la medida que los estados financieros de un emisor reflejan su desempeño financiero.

Dado que diferentes normas contables pueden afectar la presentación de la posición financiera de un emisor, Fitch puede ajustar las cifras como parte del proceso de calificación para mejorar la comparabilidad de la información financiera entre el grupo de pares, incluso cuando se utilizan diferentes estándares contables. El principio general que Fitch aplica en sus ajustes es regresar a medidas de efectivo: saldos de efectivo, flujo de efectivo y necesidades de efectivo.

Fitch utiliza generalmente balances auditados preparados según las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de Estados Unidos (US GAAP; *United States Generally Accepted Accounting Principles*). Si dichos informes no están disponibles, Fitch utilizará contabilidad basada en GAAP locales, otras declaraciones proporcionadas y comentarios de la administración para hacer los ajustes apropiados para el análisis comparativo, siempre que la calidad de los auditores u otras partes empleadas en la revisión (y la divulgación) sea adecuada.

Aunque los ajustes de datos realizados por Fitch se estandarizan en la mayor medida posible, seguirán mostrando diferencias entre emisores y para el mismo emisor a través del tiempo. Las mismas derivan de diferencias en el marco contable, decisiones de políticas financieras y contables del emisor, asesoría de auditoría a emisores y variaciones nacionales y regionales en las prácticas de contabilidad y reporte de información.

Los ajustes financieros estandarizados que realizan los analistas de Fitch generalmente requieren diferentes niveles de desglose complementario y/o estimaciones subjetivas. Tal desglose complementario puede ser insuficiente, ya sea en términos absolutos, o confiable en el transcurso de la publicación continua de información de un emisor, para que Fitch pueda aplicar ajustes estandarizados. La agencia trabaja con estados financieros auditados y no auditados, así como con proyecciones tanto del emisor como preparadas por Fitch, todos los cuales representan información adicional que incorporan diversos grados de aproximación.

Al preparar las proyecciones, Fitch genera una serie de indicadores financieros para producir un resumen de la proyección que sea comparable con los indicadores financieros históricos. Por lo tanto, estas proyecciones permiten una comprensión mayor de la información al calcular indicadores financieros través de la consolidación.

### Fuentes de Información

Los supuestos clave de estos criterios se desarrollan por medio del análisis de datos sobre corporativos y su vulnerabilidad al riesgo crediticio. Esto incluye el análisis de factores clave de calificación y su desempeño durante períodos prolongados, conclusiones analíticas a partir de reportes financieros, información del sector público y privado, e información analítica proporcionada por los emisores y otros participantes del mercado. Los supuestos derivan del juicio analítico experto utilizando dicha información.

Para el Entorno Operativo específicamente, derivamos los puntajes BSI de la calificación de viabilidad (VR; *Viability Rating*) del último informe [Sovereign Data Comparator](#).

### Uso de Información por parte de Fitch

La principal fuente de información de las calificaciones es la información pública divulgada por el emisor, incluyendo sus estados financieros auditados, objetivos estratégicos y presentaciones para inversionistas. Otra información revisada incluye datos del grupo de pares, análisis regulatorio y del sector, y supuestos prospectivos sobre el emisor o su industria.

La composición exacta de la información requerida para asignar y mantener calificaciones variará con el tiempo. Entre otros factores, esto refleja lo siguiente.

- Los perfiles operacionales y financieros de emisores calificados evolucionan constantemente y esta evolución puede requerir mayor o menor énfasis en elementos de información específicos en el cálculo de la calificación.
- Nuevos y diferentes desafíos de factores macroeconómicos, de financiamiento o ambientales surgirán con el tiempo para los emisores calificados, cada uno de los cuales a su vez requerirá mayor o menor énfasis en los elementos de información específicos.

Las propias metodologías de calificación de Fitch evolucionarán con el tiempo y, con ello, el énfasis relativo que se da a elementos específicos. En la mayoría de los casos, la información pública de un emisor importante en los mercados de capitales debe ser suficiente para que Fitch asigne una calificación. Sin embargo, cuando la información está por debajo de un nivel aceptable por cualquier motivo, Fitch retirará cualquier calificación afectada.

La participación directa del emisor puede añadir información al proceso. No obstante, el nivel, la calidad y la relevancia de la participación directa en sí misma varían entre emisores y también puede ser así en lo individual para cada emisor en el tiempo. Para obtener más detalles sobre el tema de la participación del emisor en el proceso de calificación y cómo se comunica esto a los usuarios de la calificación, ver *"Rating Solicitation and Participation Disclosure Policy"* en [www.fitchratings.com/ethics](http://www.fitchratings.com/ethics).

Los niveles de información muestran por lo general una relación más fuerte con la ubicación geográfica que con el nivel de participación directa del emisor en el proceso de calificación. En jurisdicciones con altos niveles de divulgación pública, el conjunto de la información pública existente para una sola entidad que proporcione a Fitch información no-pública limitada excederá a

menudo el conjunto de información pública y no-pública de otros emisores en jurisdicciones de divulgación baja que participan plenamente en el proceso de calificación. Cuando la información agregada está por debajo de los niveles aceptados por Fitch por cualquier razón, la agencia retirará cualquier calificación afectada.

El análisis de Fitch del historial de un emisor considerará todo o parte de lo siguiente:

- estados financieros auditados de tres o más años;
- información operativa de tres o más años respecto a los activos subyacentes y el negocio del grupo;
- estados financieros proforma, los cuales suelen estar sujetos a revisión de algún tercero;
- cuando los activos están en una etapa temprana de operación, una evaluación de expertos de las operaciones de dichos activos en un sector determinado, incluyendo resultados financieros.

Es decisión de un comité de calificación determinar si la información disponible es suficiente y robusta para permitir asignar una calificación.

## Supuestos para la Sensibilidad de Calificación

Las calificaciones son sensibles a los supuestos sobre los siguientes factores: riesgo de industria, entorno operativo, perfil de la empresa, estrategia de administración/gobierno corporativo, estructura de grupo, flujo de caja e ingresos, estructura de capital y flexibilidad financiera.

Las opiniones de Fitch son prospectivas e incluyen la visión de la agencia sobre el desempeño futuro. Las calificaciones de empresas no-financieras están sujetas a un ajuste positivo o negativo basado en el desempeño financiero y operacional actual y proyectado. La lista a continuación incluye, sin ser exhaustiva, las principales sensibilidades que pueden influir en las calificaciones y/o en la Perspectiva.

**Riesgo de la Industria:** Considera cambios en las perspectivas de crecimiento a largo plazo, la intensidad competitiva y la volatilidad de la industria relevante como resultado de acontecimientos sociales, demográficos, regulatorios y tecnológicos.

**Riesgo País:** Contempla el deterioro del entorno operativo de un emisor debido al debilitamiento del entorno económico general, la salud del mercado financiero y la gobernanza sistémica en los países donde opera el emisor, así como la posible imposición de controles cambiarios.

**Riesgo de Negocio:** Se refiere a cambios en la capacidad de un emisor para soportar presiones competitivas, según lo reflejen su posición en mercados clave, diversificación, nivel de dominio de producto, capacidad para influir en precios y eficiencia operativa.

**Riesgo Financiero:** Considera cambios en el perfil financiero de un emisor, ya sea por el impacto de acontecimientos operacionales, la política financiera de la administración del emisor o la disponibilidad de financiamiento en caso de disrupciones del mercado que pudiesen conducir a presiones de liquidez.

## Limitaciones de la Metodología de Finanzas Corporativas

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

## Variaciones Metodológicas

Las metodologías de Fitch están diseñadas para ser utilizadas en conjunto con un juicio analítico experimentado ejercido a través de un proceso de comité. La combinación de metodologías transparentes, un juicio analítico aplicado transacción por transacción o emisor por emisor, así como una divulgación completa por medio de un comentario de calificación, fortalecen el proceso de

---

calificación de Fitch a la vez que ayuda a los participantes del mercado a entender el análisis detrás de nuestras calificaciones.

Un comité de calificación puede ajustar la forma en que se apliquen estas metodologías con el fin de reflejar los riesgos de una transacción o emisor en particular. Estos ajustes se denominan variaciones. Todas las variaciones se divulgarán en los respectivos comentarios de acción de calificación, incluyendo su impacto en las calificaciones cuando sea pertinente.

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificación cuando el riesgo, un aspecto u otro factor relevante para asignar la calificación y la metodología aplicada para ello estén ambos dentro del alcance de los criterios, pero cuando el análisis descrito en la metodología requiera modificarse para abordar factores específicos de la transacción o entidad en particular.

## Divulgación Metodológica

Los elementos a continuación se incluyen en el comentario de acción de calificación y reportes de calificación de Fitch.

- La sección de Derivación de Calificación que explica la posición de la calificación del emisor en relación con las de sus pares y/o los umbrales del Navegador, y describe consideraciones adicionales que afectan la calificación no incluidas en el Navegador. Esto incluye en particular consideraciones metodológicas intrasectoriales como el techo país o el impacto de vínculos entre matriz y subsidiaria. Las calificaciones que están fuera del rango centrado de tres *notches* respecto a cualquier combinación de puntos medios de los factores clave del Navegador serán explicados en esta sección.
- La elección del múltiplo de arrendamiento utilizado si se desvía de forma importante de los múltiplos convencionales descritos en el [Apéndice 1 sección 1](#).
- Una descripción de aquellos factores más relevantes para la acción de calificación individual.

## Apéndice 1. Principales Ajustes Analíticos

Fitch fomenta un clima analítico en el que los estados financieros se consideran como una fuente de información base que proporciona indicaciones amplias sobre la posición financiera y no solo un registro integral de hechos inmutables. Las limitaciones de las fuentes de información base (estados financieros del grupo empresarial) son muchas y variadas

Por ejemplo, no es inusual que los grupos más importantes estén compuestos por cientos de entidades jurídicas. Los estados financieros presentan una imagen consolidada a un alto nivel, pero existirán diferencias materiales en la posición financiera puntual (ingresos, gastos, obligaciones y capacidad generadora de efectivo) de las diferentes entidades jurídicas dentro de un grupo consolidado, las cuales pueden absorberse y ocultarse en el proceso de consolidación contable.

De manera similar, el flujo secuencial aparentemente armónico y ordenado de los ingresos y flujo de efectivo publicados no refleja un flujo lineal real de pagos realizados por una empresa o una cascada legal de prioridades, sino que más bien muestra un flujo teórico. En la práctica, la empresa no escribe un cheque para la totalidad de sus gastos operativos anuales y, en el siguiente mes, uno por un importe de su factura de intereses anuales, seguido de un pago de su factura de impuestos, seguido a su vez por un pago de su factura anual de inversión de capital (capex) y así sucesivamente.

Además, los estados financieros presentan solo una imagen de los activos y pasivos y, a menudo, están sujetos a decisiones muy amplias y subjetivas sobre tratamientos contables.

Como reflejo de la naturaleza agregada y aproximada de los datos de partida, Fitch aplica una serie de ajustes comunes, descritos a continuación.

Los ajustes que no sean significativos para el análisis crediticio no tienen que realizarse.

### 1. Arrendamientos

#### *Enfoque Analítico*

Las normas contables de arrendamiento Normas Internacionales de Información Financiera 16 (NIIF 16) y la Codificación de Normas Contables (ASC 842 por *Accounting Standards Codification*), ambas vigentes para los períodos contables que comienzan el 1 de enero de 2019 ("los Nuevos Estándares") marcaron un cambio significativo en la contabilidad de arrendamientos. La justificación del enfoque que se toma a continuación se describe en el informe de Fitch [Exposure Draft: Leases Rating Criteria](#).

#### **Enfoque Neutral en Tratamiento Contable, Independientemente de Normas Contables**

Fitch espera que las calificaciones sean consistentes a nivel mundial y que las métricas crediticias sean comparables en todas las geografías. Fitch busca proporcionar métricas crediticias comparables a nivel mundial mediante la reducción de las diferencias en la contabilidad de los estados financieros con principios de contabilidad generalmente aceptados (US GAAP) e NIIF; los cambios en los estados de resultados y las métricas de flujo de efectivo deben ser consistentes a nivel mundial; adoptando plazos y costos de arrendamiento consistentes basados en la vida del activo en lugar de la duración del arrendamiento; y excluyendo arrendamientos capitalizados de la deuda para muchos sectores.

#### **Los Costos de Arrendamiento son Tratados como Gasto Operativo**

Los Nuevos Estándares divergen en el tratamiento de los costos de arrendamiento en los estados de resultados y de flujos de efectivo. La NIIF 16 trata a todos los arrendamientos de la misma manera que los arrendamientos financieros (también conocidos como capital) se contabilizan en la actualidad. En el estado de resultados, los costos se reportan como depreciación de un activo arrendado y costos por intereses sobre el pasivo por arrendamiento. En el estado de flujo de efectivo, se muestran los pagos de capital e intereses relacionados con el pasivo por arrendamiento. Si bien las NIIF ofrecen cierta flexibilidad en la clasificación de los costos por intereses (flujos de efectivo operativos o financieros), Fitch espera que ambos se clasifiquen con mayor frecuencia en actividades de financiamiento.

A diferencia de las NIIF, los US GAAP continúan con la contabilidad previa en los estados de resultados y de flujos de efectivo, manteniendo una revelación separada entre los arrendamientos financieros y los arrendamientos operativos, y tratando los costos del arrendamiento operativo como un gasto en ambos estados.

Fitch aborda estas diferencias haciendo ajustes para reclasificar los costos de arrendamiento reportados bajo depreciación e intereses como costos operativos en el estado de resultados o salida de efectivo de operación en el estado de flujo de efectivo. Esta reclasificación también se aplica a los costos relacionados con el arrendamiento financiero y los flujos de efectivo reportados según los US GAAP, para lograr consistencia global. El EBITDA y el flujo generado por las operaciones (FGO) serán más bajos en comparación con las cifras reportadas como resultado.

### Los Arrendamientos No Se Clasifican Como Deuda en la Mayoría de los Sectores

Fitch no clasifica los pasivos por arrendamientos, incluidos los pasivos por arrendamientos financieros según los US GAAP, como deuda en cualquier sector que no sean las líneas aéreas y el transporte marítimo. En todos los demás sectores, estos pasivos se clasifican como “otros pasivos” en lugar de deuda.

En la mayoría de los sectores, Fitch se centra en métricas crediticias sin ajuste de arrendamiento.

Para una minoría de sectores en los que la decisión de arrendamiento/compra es una decisión financiera medular, Fitch se enfoca en métricas de apalancamiento ajustadas al arrendamiento, que incluyen una deuda equivalente al arrendamiento basada en un múltiplo del gasto de alquiler.

Los navegadores del sector y sus correspondientes tratamientos de arrendamiento se resumen a continuación:

Múltiplo (renta 8x)	Como cantidad reportada (NIIF 16 / ASC 842)	Costo de Operación (Opex) (deuda de arrendamiento excluida del apalancamiento total)
Genérico	Aerolíneas	Aeroespacial
Venta minorista de alimentos	Navieras	Bebidas alcohólicas
Venta minorista no alimentaria	Genérico (solo transporte)	Bienes Raíces en APAC / REITS
Hoteles		Redes de servicios públicos reguladas en Asia-Pacífico
Empresas de restaurantes		Servicios públicos en Asia-Pacífico
Juego de azar		Redes de servicios públicos reguladas en Australia
		Proveedores de automóviles
		Fabricantes automotrices
		Materiales de construcción
		Productos de construcción
		Servicios de negocio (datos y procesamiento)
		Servicios de negocio (general)
		Productos químicos
		Constructores de viviendas chinos
		Empresas de procesamiento y comercialización de productos básicos
		Productos de consumo
		Industrias diversificadas y bienes de capital
		Bienes Raíces y Propiedades en EMA
		Redes reguladas en EMEA
		Servicios públicos en EMEA
		Ingeniería y construcción
		Genérico
		Servicios públicos de Latinoamérica
		Bienes Raíces de Latinoamérica
		Medios de comunicación
		Dispositivos médicos, diagnóstico y productos
		Ductos para el transporte de petróleo y derivados,
		Tuberías y Sociedades de Participación Limitada
		Minería

Bebidas no alcohólicas  
Compañías de producción de petróleo y gas  
Refinación de petróleo y comercialización  
Servicios de campos petroleros  
Comida empaquetada  
Productos farmacéuticos  
Proteína  
Acero  
Tecnología  
Telecomunicaciones  
Compañías de tabaco  
Servicios públicos, energía y gas de EE. UU.  
REIT y REOC de renta variable de EE. UU.  
Proveedores de atención médica de EE. UU.  
Constructores de viviendas de EE. UU.

APAC – Asia Pacífico. REITS - *Real Estate Investments Trusts*. REOC - *Real Estate Operating Companies*.  
Fuente: Fitch Ratings

Dada la amplia variabilidad en las compañías que pueden usar el Navegador Genérico, los emisores que se incluyen en este Navegador de Sector tienen la opción de usar el enfoque de múltiplo o gastos operativos (opex). El enfoque adoptado dependerá del grado de dependencia en bienes inmuebles. Si el emisor depende en gran medida de bienes inmuebles y este constituye un elemento central de sus operaciones, es probable que el enfoque de múltiplo sea más apropiado. La elección del enfoque y la justificación se detallarán en los informes de Fitch sobre el emisor.

Muchos emisores tienen características que abarcan diferentes navegadores. Cuando sea apropiado para el modelo comercial del emisor, Fitch puede presentar indicadores adicionales para complementar el enfoque central descrito anteriormente. Por ejemplo, es probable que una cadena de cines, que clasificaríamos como una empresa de medios, tenga alquileres inmobiliarios como un costo importante y una parte importante del modelo de negocio. Aquí complementaríamos las métricas crediticias principales no ajustadas comparables con las de otros créditos de medios de comunicación con métricas ajustadas por arrendamiento para permitir una comparación más completa con pares minoristas que también pueden ser relevantes.

### Resumen de Ajustes

Las tablas a continuación resumen los ajustes que hacemos a los estados financieros para los emisores que informan bajo los Nuevos Estándares.

#### Ajustes NIIF

Partida	Tratamiento
<b>Balance General</b>	
Activos por derecho de uso	Sin ajuste al balance general.
Pasivos por arrendamiento	Sin ajuste al balance general, clasificar como otros pasivos diferente a deuda.
<b>Estado de Resultados</b>	
Depreciación de los activos por derecho de uso (a)	Reclasificar como gastos de arrendamiento.
Intereses por pasivos por arrendamiento (b)	Reclasificar como gastos de arrendamiento.
<b>Estado de flujo de efectivo</b>	
Pago del elemento principal de los pasivos por arrendamiento (flujos de efectivo de actividades de financiación)	Reclasifique una cantidad igual a (a) como costos de arrendamiento operativo en efectivo (una reducción en los flujos de efectivo por actividades de operación).

Intereses pagados sobre pasivos por arrendamiento	Reclasifique una cantidad igual a (b) al gasto de arrendamiento operativo en efectivo (una reducción en los flujos de efectivo por actividades de operación). <sup>a</sup>
<b>Métricas crediticias</b>	
Para sectores en los que los ajustes de arrendamiento todavía se consideran relevantes	Calcule la deuda equivalente del arrendamiento como (a + b) multiplicada por un múltiplo (8x por default) y agregue a la deuda en las métricas ajustadas por arrendamiento. Para el transporte, sustituya con los pasivos por arrendamiento de la NIIF 16 / ASC 842.
Para todos los sectores, si es relevante por el Navegador del sector	Calcule la cobertura de interés del FGO y la cobertura de cargo fijo del FGO con (a + b) clasificado como un costo fijo.
<sup>a</sup> menos que ya esté clasificado como una salida de efectivo por actividades de operación. Fuente: Fitch Ratings	

## Ajustes US GAAP

Partida	Tratamiento
<b>Hoja de Balance</b>	
Activos por derecho de uso	Sin ajuste al balance general.
Pasivos por arrendamiento	Sin ajuste al balance general. No clasificar como deuda.
<b>Estado de resultados</b>	
Depreciación de activos de arrendamiento financiero (a)	Reclasificar como gastos de arrendamiento.
Intereses por arrendamiento financiero pasivos (b)	Reclasificar como gastos de arrendamiento.
Cargo por arrendamiento operativo (c)	Sin cambios (gasto total de arrendamiento = a + b + c).
<b>Estado de flujo de efectivo</b>	
Pago del elemento principal de los pasivos por arrendamiento financiero (flujos de efectivo de actividades de financiación)	Reclasifique una cantidad igual a (a) como costos de arrendamiento en efectivo (una reducción en los flujos de efectivo por actividades de operación).
Intereses pagados sobre pasivos por arrendamiento financiero	Por default las US GAAP los clasifica como una salida de efectivo operativo. Si es así, no hay ajuste; de lo contrario, reclasificar una cantidad igual a (b) como costo de arrendamiento en efectivo (una reducción en los flujos de efectivo por actividades operacionales).
Pagos en efectivo con respecto a arrendamientos operativos	Ningún cambio.
<b>Métricas de Crédito</b>	
Para sectores en los que los ajustes de arrendamiento todavía se consideran relevantes	Calcule la deuda equivalente del arrendamiento como (a + b + c) multiplicada por un múltiplo (8x por default) y agregue a la deuda en las métricas ajustadas por arrendamiento. Para transporte, sustituya con pasivos por arrendamiento de la NIIF 16 / ASC 842.
Para todos los sectores, si es relevante por el Navegador del sector	Calcule la cobertura de interés de FFO y la cobertura de cargo fijo de FFO con (a + b + c) clasificado como costo fijo.
Fuente: Fitch Ratings	

Por favor consulte las páginas de la [23](#) a la [26](#) para ver ejemplos trabajados de los ajustes de Fitch a los informes NIIF 16 y US GAAP.

### Sectores de Capitalización de Arrendamiento Distintos del Transporte

Para los sectores en los que consideramos que los arrendamientos son una decisión de financiamiento fundamental, como los que dependen en gran medida de los bienes raíces, capitalizamos utilizando un enfoque de múltiplo basado en la vida de los activos estándar y los supuestos de las tasas de descuento. Esto contrasta con los Nuevos Estándares, que basan la capitalización en los términos de los arrendamientos que pueden variar drásticamente entre geografías y entidades, lo que lleva a una pérdida de comparabilidad entre entidades que consideraríamos similares.

Utilizaremos el cargo del estado de resultados (depreciación de los activos arrendados + intereses sobre pasivos arrendados + cargo por arrendamiento operativo (US GAAP)) como la base de nuestro ajuste de arrendamientos por múltiplo.

Fitch capitaliza este número, en adelante denominado el “cargo por arrendamiento”, utilizando un múltiplo para crear un equivalente de deuda. Este representa el nivel de financiamiento estimado para una compra hipotética del activo arrendado. Incluso cuando el activo puede tener una estructura de financiamiento de arrendamiento más corta, el equivalente de deuda de Fitch asume una compra del activo por su vida económica total. Esto permite una comparación amplia entre entidades calificadas que contraen deuda para financiar un activo operacional y aquellas que lo han arrendado.

El múltiplo estándar de 8 veces (x) es apropiado para activos con una vida económica larga, como propiedades, en un entorno de tasas de interés promedio (6% de costo de financiamiento para la empresa). El múltiplo puede adaptarse para reflejar la naturaleza de los activos arrendados: múltiplos menores para activos con una vida económica más corta y, sobre todo, en los mercados emergentes, para reflejar ambientes de tasa de interés muy diferentes en los países en cuestión. Fitch puede variar el múltiplo cuando hay una fuerte razón para creer que un múltiplo mayor o menor es más apropiado para un emisor, sector de mercado o país. La elección del múltiplo utilizado, si el resultado de su uso se desvía sustancialmente de los múltiplos convencionales derivados de las dos tablas siguientes, será señalada en el reporte de calificación de Fitch sobre el emisor.

### Múltiplo (x) Relevante por Entorno de Tasa de Interés y la Vida Útil Remanente de los Activos Arrendados

Vida Económica de Activos Arrendados	Vida Útil Restante de Activos Arrendados	Entorno de Tasa de Interés				
		10%	8%	6%	4%	2%
50	25	7.1	8.3	10.0	12.5	16.7
30	15	6.0	6.8	7.9	9.4	11.5
15	7.5	4.3	4.7	5.2	5.8	6.5
6	3	2.3	2.4	2.5	2.7	2.8

Fuente: Fitch Ratings.

Fitch no realiza reajustes periódicos menores para agregar valor al análisis. Aunque las tasas de interés actuales son bajas en varios mercados desarrollados, muchos arrendamientos de largo plazo existentes en las empresas fueron contratados durante los períodos de tasas de interés “normales” o más altas que las actuales. Dado que las empresas tienen un flujo constante de perfiles de amortización de arrendamientos, los cambios más recientes de tasa de interés no se han traducido en costos de arrendamiento menores.

Sin embargo, Fitch diferencia y revisa periódicamente el múltiplo utilizado en países donde las tasas de interés son significativamente más altas o más bajas que en los países de referencia de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) como Alemania, Estados Unidos, Francia, Italia o Reino Unido, donde la mediana de rendimiento de bonos gubernamentales a 10 años durante el período 2003–2018 osciló normalmente entre 3.5% y 4.5%, la cual, después de

agregarle la prima de riesgo por un riesgo corporativo de buena calidad, es ampliamente consistente con el entorno de tasa de interés de 6% utilizado para definir los múltiplos de arrendamiento.

Para países como Japón, donde la mediana de rendimiento de bonos gubernamentales a 10 años está más cercana a 1%, un múltiplo de 9x es más apropiado. En el extremo opuesto, en países como Sudáfrica o Rusia, donde la mediana de rendimiento de los bonos gubernamentales a 10 años supera 8%, se debe utilizar un múltiplo de 6x. Para los emisores con base de activos multinacional, Fitch puede utilizar un enfoque mixto dependiendo de en qué países se encuentran los activos arrendados. Si este nivel de detalle no está disponible o Fitch es consciente de que el múltiplo específico del país no es apropiado (por ejemplo, cuando los contratos de arrendamiento están denominados en monedas fuertes), la calificadora puede utilizar el múltiplo estándar de 8x o tomar el múltiplo del país más relevante para el emisor, si es posible identificar un país de operación dominante.

Cuando exista evidencia de que, para una clase de activo, los costos de financiamiento de la compañía para adquirirlo sean más representativos que los costos de financiamiento local, ambos en la misma moneda, Fitch puede utilizar un múltiplo de 8x en jurisdicciones donde un múltiplo diferente sea la norma para financiamientos de arrendamientos. Ejemplos de dichas clases de activos incluyen aviones y barcos, los cuales son financiados generalmente en dólares estadounidenses en mercados globales y locales. Los comités de calificación evaluarán esto caso por caso y la evidencia relevante podría incluir consideraciones respecto a los costos de tasas de interés (incluyendo las primas de los arrendatarios) implícitos en los arrendamientos operativos o financieros, así como en los pagos absolutos del arrendamiento.

### Múltiplos Estándar a de Capitalización de Arrendamiento de País Específico

Múltiplo de 8x	Múltiplo de 7x	Múltiplo de 6x	Otros Múltiplos
<b>Asia-Pacífico</b>			
Malasia, Tailandia, China/Hong Kong, Corea del Sur	Australia, Nueva Zelanda	India, Filipinas, Sri Lanka, Vietnam	Indonesia: 5x Japón: 9x Singapur: 9x Taiwán: 9x
<b>América</b>			
Bolivia, Canadá, El Salvador, Guatemala, Panamá, Estados Unidos	Argentina, Chile, Perú, Venezuela	República Dominicana, México	Brasil: 5x Colombia: 5x Costa Rica: 4x
<b>Europa, Medio Oriente y África</b>			
Bélgica, Chipre, República Checa, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Lituania, Países Bajos, Noruega, Portugal, Arabia Saudita, Eslovaquia, Eslovenia, España, Suecia, Reino Unido	Bulgaria, Grecia, Hungría, Polonia, Rumania, Serbia	Azerbaiyán, Georgia, Irán, Kazajstán, Moldavia, Namibia, Rusia, Sudáfrica	Suiza: 9x Luxemburgo: 9x Turquía: 5x Ucrania: 5x Bielorrusia: 5x

<sup>a</sup> Estándar se refiere a los múltiplos aplicados a los activos con un promedio de vida restante de 15 años. x – Veces.  
Fuente: Fitch Ratings.

### Cuando No Capitalizar

Incluso para los sectores en los que Fitch considera que la capitalización de los arrendamientos es relevante, nosotros podemos elegir no capitalizar ciertos arrendamientos, reconociendo los casos en que el arrendamiento tiene más bien el carácter de un costo de operación en lugar de un pago bajo una estructura de financiamiento a largo plazo. Fitch consideraría no capitalizar las obligaciones de arrendamientos en los siguientes casos.

- Los activos arrendados que tienen un promedio de vida útil remanente corta de cinco años o menos (implicando un múltiplo de 3.0x a 3.5x). Dado que las entidades calificadas tienen por lo general un nivel de apalancamiento por encima de 3x, hace poca diferencia si este tipo de activos arrendados son incluidos.
- Los activos arrendados que están vinculados a una concesión o contrato en específico con un plazo finito, en el cual las obligaciones por arrendamiento de activos a la medida finalizan conjuntamente con la terminación o expiración del contrato.
- La entidad calificada solo tiene la opción de arrendar activos fijos propiedad de terceros o administrados por terceros (terminales aeroportuarias, acceso a infraestructura nacional, otros servicios compartidos "regulados"). Esto no pretende incluir situaciones en las que los emisores han traspasado los activos a entidades que se negocian por separado, como por ejemplo, con las empresas de tecnología, medios y telecomunicaciones y sus torres y mástiles. Esta excepción para capitalizar pagos de arrendamiento pretende contemplar situaciones en las cuales la compra del activo no es una opción para los participantes del sector.
- Cuando la empresa ha sido capaz de administrar sus costos de arrendamiento para que coincida con la etapa del ciclo económico, haciendo los pagos del arrendamiento más afines a un costo operativo variable en lugar de un compromiso financiero a largo plazo. Esto también puede llevar a la capitalización de un nivel base más bajo de gastos de arrendamiento operativo cuando se ha demostrado que los alquileres por encima de ese nivel pueden ser manejados con flexibilidad durante todo el ciclo.

#### Aerolíneas y Otros Sectores de Transporte

Para el transporte (principalmente aerolíneas, autobuses, transporte marítimo), nos desviamos del enfoque de múltiplo y utilizamos las obligaciones de arrendamiento informadas según la NIIF 16 / ASC 842 como nuestro ajuste de arrendamiento para reflejar las características únicas del modelo de arrendamiento para estos sectores.

Creemos que los Nuevos Estándares proporcionan la medida más adecuada en este sector porque:

- Los mercados de aeronaves y transporte marítimo son globales y no tienen las variaciones regionales en la duración de los arrendamientos que vemos en otros sectores, como el inmobiliario;
- Creemos que la oportunidad de cambiar los contratos de arrendamiento como contratos de servicio es limitada, dado el sector financiero altamente desarrollado que respalda el arrendamiento de aeronaves y otros activos de transporte;
- Muchas compañías de transporte hacen uso frecuente de arrendamientos financieros, que a menudo consisten en condiciones de pago no lineales y / u opciones de compra, y que a menudo se gestionan activamente. En estas circunstancias, es improbable que haya suficientes datos de dominio público para determinar un múltiplo apropiado para reflejar estos matices, lo que puede conducir a comparaciones engañosas. Los Nuevos Estándares permiten que esta complejidad se incorpore de manera consistente;
- Existen bases de datos mundiales disponibles públicamente que proporcionan datos básicos de propiedad y arrendamiento por aeronave en este sector. Esto nos permitirá tener en cuenta cualquier distorsión importante causada por las variaciones de la duración del arrendamiento, debido quizás a una flota muy joven y en crecimiento, y reflejarlas en nuestros detonadores de calificación, si corresponde.

## Otras Consideraciones Analíticas

### Arrendamientos con Componentes Variables

Según los Nuevos Estándares, las empresas deben capitalizar los pagos de arrendamiento variables vinculados a la inflación o un índice (LIBOR, otras tasas de interés), pero pueden excluir los pagos vinculados a las ventas u otras métricas operativas que pueden variar entre las empresas en función de la etapa del ciclo económico. Para evitar cualquier pérdida de comparabilidad, nosotros, por defecto, tratamos todos los costos de arrendamiento variables como parte del cargo total del arrendamiento.

Sin embargo, cuando la divulgación es suficiente y confiablemente consistente, podemos reflejar la flexibilidad adicional proporcionada por el componente variable, al descontar el monto del arrendamiento utilizado en el cálculo del equivalente de la deuda, cuando se realiza este ajuste.

### Arrendamientos de Corto Plazo

Excluimos los costos de arrendamiento de corto plazo del cálculo de la deuda equivalente de arrendamiento. Los arrendamientos de corto plazo se definen como arrendamientos con un plazo de 12 meses o menos o arrendamientos que finalizan dentro de los 12 meses posteriores a la fecha de la primera implementación de los Nuevos Estándares.

### Métricas de Flujo de Efectivo

En respuesta a las complejidades introducidas por los Nuevos Estándares, introdujimos dos métricas adicionales basadas en el flujo de efectivo definidas como: [FCO-capex] dividido por la deuda bruta y [FCO-capex] dividido por la deuda neta. Hay varios beneficios en el uso de estas métricas:

- Todos los costos de los activos no discretos se contabilizan en esta medida, ya sean costos de arrendamiento, servicios o inversiones de capital de mantenimiento;
- Las métricas son un buen complemento para las métricas de margen de EBITDA / FGO, ya que representan inversiones de capital recurrente y la financiación asociada necesaria para mantener un cierto nivel de rentabilidad y posicionamiento en el mercado;
- Eliminan el ruido de la asignación de capital de los accionistas (principalmente dividendos comunes) para evaluar la verdadera flexibilidad/capacidad financiera disponible para que una empresa reembolse toda su deuda, en ausencia de presiones externas.

La importancia y el uso de estos indicadores varían debido a los patrones de inversión intrínsecos a cada sector. Los nuevos indicadores son directamente más relevantes para sectores, como telecomunicaciones o industriales, en los que las empresas tienden a tener inversiones de capital relativamente estables, pero tienen menos importancia analítica para los sectores de servicios públicos, recursos naturales, juegos de azar o aerolíneas, donde las inversiones suelen ser más volátiles y orientadas al crecimiento. Cuando es relevante para el sector individual, los nuevos indicadores se muestran en el Navegador de Calificaciones.

### Ejemplos Desarrollados

#### Compañía A: Ajustes NIIF 16 al Tratamiento Propuesto por Fitch para Arrendamientos (Estado de Resultados y de Flujo de Efectivo)

Supuestos de Arrendamiento de la Empresa A (EUR millones):

- Costo de arrendamientos operativos en estado de resultados bajo anterior NIIF: 170 (amortización lineal).
- Costo de arrendamientos operativos en estado de resultados bajo nueva NIIF: 190 (el interés no lineal genera un mayor gasto).
- Salida total de efectivo por arrendamientos: 170 (en efectivo, el pago total no cambia bajo el nuevo estándar).

- Aunque la salida de efectivo es menor que en el estado de resultados, para fines ilustrativos, hemos asumido que los pagos en efectivo y los pagos de rentas en el estado de resultados son los mismos (190).
- En realidad, bajo la NIIF16, es poco probable que el monto del gasto de arrendamiento sea exactamente el mismo que antes debido al efecto de la depreciación lineal y el interés no lineal. En este ejemplo, el gasto de arrendamiento anterior es de 170 pero 190 (110 + 80) bajo la nueva NIIF.
- Intereses en efectivo pagados por todas las obligaciones de arrendamiento: 80 (clasificadas en flujo de efectivo por actividades de financiamiento con fines ilustrativos).
- Repago en efectivo del principal por obligaciones de arrendamiento: 110

### Ajustes de Fitch -NIIF

(EUR millones)	Cierre de año 2018 nuevas NIIF	Arrendamiento de Fitch ajustado	Cierre de año 2018 ajustado	
Ingresos	1,000		1,000	
Costo de Venta (COGS)	0	-	0	
Gastos de Venta, Generales y Administrativos (SGyA)	-160	-190	-350	↓
Depreciación y Amortización (DyA) Arrendamientos	-110	110	0	
Otras DyA	-260	-	-260	
Total DyA	-370	110	-260	↑
EBIT	470	-80	390	↓
Gastos por intereses asociados con arrendamientos	-80	80	0	
Otros gastos por intereses	-90	-	-90	↓
Gastos por intereses totales	-170	80	-90	
EBT	300	-	300	↔
EBITDA	840	-190	650	↓
EBITDAR	840	-	840	↔
Estado de flujo de efectivo				
EBITDA	840	-190	650	↓
Interés en efectivo	-90	-	-90	
Impuesto en efectivo	0	-	0	
Otros elementos	0	-	0	
FGO	750	-190	560	↓
Cambios en Capital de Trabajo	10	-	10	
FCO	760	-	570	↓
Flujos de efectivo de actividades de inversión	-325	-	-325	
Porción de principal del gasto de arrendamiento	-110	110	0	
Porción de interés del gasto de arrendamiento	-80	80	0	

## Ajustes de Fitch -NIIF

(EUR millones)	Cierre de año 2018 nuevas NIIF	Arrendamiento de Fitch ajustado	Cierre de año 2018 ajustado	
Otros flujos de efectivo de actividades financieras	-200	-	-200	
Flujos de efectivo de actividades financieras	-390	-	-200	↑
Disminución neta (-) / aumento (+) en efectivo	45	-	45	↔

Fuente: Fitch Ratings

## Compañía B: Ajuste de la Financial Accounting Standards Board (FASB) 842 (nuevas US GAAP) al Tratamiento de Arrendamiento Propuesto por Fitch (Estado de Resultados y de Flujo de Efectivo)

En este caso, el tratamiento contable sigue siendo el mismo bajo las FASB 842, y las compañías continúan manteniendo información separada en los estados financieros de los gastos de arrendamiento operativo y de arrendamiento financiero. Para lograr la comparabilidad global en las métricas crediticias, haremos el ajuste para tratar el arrendamiento financiero como un gasto operativo (ya no es una división entre depreciación y amortización e intereses).

Supuestos:

- Gastos de arrendamiento operativo: USD40
- Depreciación y amortización del arrendamiento financiero: USD20
- Intereses del arrendamiento financiero: USD15
- Gastos de arrendamiento ajustados totales bajo nuevo tratamiento de arrendamiento: USD75
- Arrendamiento financiero excluido de la deuda reportada en el balance general

## Ajustes de Fitch - US GAAP

(USD millones)	2019 nuevos US GAAP	Arrendamiento de Fitch ajustado	2019 ajustado	
Ingresos	500		500	
Costo de Venta (COGS)	0		0	
Gastos de Venta, Generales y Administrativos (SG&A) (excluye arrendamientos)	-160	-35	-195	↓
Gastos de arrendamiento operativo	-40		-40	
Depreciación y Amortización (DyA) (excluyendo arrendamiento financiero)	-80		-80	
DyA de arrendamiento financiero	-20	20	0	↑
EBIT	200	-15	185	↓
Gastos por intereses asociados con el arrendamiento financiero	-15	15	0	↑
Otros gastos por intereses	-90		-90	
Total de gastos por intereses	-105	15	-90	↑
EBT	95	-	95	↔
EBITDA	300	-35	265	↓

## Ajustes de Fitch - US GAAP

(USD millones)	2019 nuevos US GAAP	Arrendamiento de Fitch ajustado	2019 ajustado	
EBITDAR	340		340	↔
Estado de flujo de efectivo				
EBITDA	300	-35	265	
Intereses en efectivo (incluido el arrendamiento financiero)	-105	15	-90	
Impuesto en efectivo	-20		-20	
FGO	175		155	↓
FCO	175	-20	155	
Flujos de efectivo de actividades de inversión	-50		-50	
Amortización del pasivo por arrendamiento financiero	-20	20	-	↑
Flujos de efectivo de actividades financieras	-20	20	-	
Disminución neta (-) / aumento (+) en efectivo	105	-	105	↔

Fuente: Fitch Ratings

## 2. Híbridos

### Enfoque Analítico

Para más detalles, ver la metodología titulada "[Corporates Hybrids Treatment and Notching Criteria](#)."

La "Metodología de Tratamiento de los Instrumentos Híbridos de Empresas Corporativas" está dirigida a instrumentos híbridos adquiridos por inversionistas no afiliados y que se espera que ejerzan todos los recursos disponibles. Esta no aplica a las notas de pago en especie (*payment in kind* [PIK]) de compañías *holding* o préstamos de accionistas que:

- sean emitidos a un nivel de *holding* fuera de un grupo restringido (es decir, en el que el flujo de efectivo es controlado dentro de un grupo de empresas);
- sean mantenidos por inversionistas afiliados (por ejemplo, el patrocinador de capital privado [sponsor] en una transacción de compra apalancada, o LBO) cuyos intereses económicos y estratégicos se espera permanezcan alineados con los de los accionistas comunes.

Consulte Notas de Pago en Especie de Compañías  *Holding* y Préstamos de Accionistas en la página 35 para el tratamiento de estos instrumentos.

## 3. Pensiones

### Enfoque Analítico

Los déficits en los esquemas de pensiones de beneficios definidos (BD) son obligaciones financieras, pero debido a su naturaleza de largo plazo y carácter imprevisible en tiempo y monto, no son vistos por Fitch como una obligación de deuda para propósitos de cómputo en sus métricas de apalancamiento estándar. Por el contrario, nuestro enfoque está en las implicaciones de los acuerdos de pensiones en el flujo de efectivo.

Cuando los esquemas de pensiones son importantes para una empresa, Fitch refleja el impacto de estos principalmente en la modelación de su flujo de efectivo. Si se determina que un esquema de pensiones podría ser material para el análisis de las calificaciones, los analistas investigan aún más dicho esquema para determinar las posibles implicaciones de un déficit de pensiones en los pagos en

efectivo que un emisor tiene programado hacer en dicho esquema. Las expectativas de incrementar los pagos en efectivo se reflejan en las proyecciones de Fitch para medir el efecto sobre el perfil crediticio general del emisor.

### **Impacto en las Métricas Crediticias**

Los flujos generados por las operaciones (FGO) y otras medidas de flujo de efectivo de Fitch son calculados después de contribuciones recurrentes a pensiones. Cualquier expectativa de cambio en las contribuciones a las pensiones se incluye en las proyecciones de flujo de efectivo de Fitch como ajuste al FGO. El impacto de estos cambios potenciales se refleja en los indicadores de generación de efectivo, así como en los de apalancamiento y cobertura.

Cuando una empresa hace una importante contribución única o no recurrente a un esquema de pensiones y esto se considera excepcional, puede ser mostrado debajo del FGO. Aunque esto no afectaría algunas medidas de desempeño de flujo de efectivo (en comparación con un caso donde no hay pago), se reflejaría en indicadores de apalancamiento y cobertura a través de su impacto en la deuda neta y, a menudo, en la deuda bruta.

Las métricas de apalancamiento ajustadas, basadas en valoraciones contables se calculan, pero son principalmente una guía para detectar aquellos casos que requieren un análisis más profundo del impacto de las pensiones. Una herramienta para la evaluación inicial de un déficit de pensiones es el apalancamiento ajustado por pensiones en comparación con el apalancamiento no ajustado por pensiones. Esto se calcula tomando una medida de apalancamiento tradicional, tal como, la deuda bruta ajustada: EBITDAR operacional y añadiendo los rubros de pensiones en el numerador y denominador:

Deuda Bruta + Ajuste de Arrendamiento + Déficit de Pensiones de Fitch

-----  
EBITDA Operacional + Alquileres + Costo de Servicio Actual

Para aquellos que reportan conforme a las NIIF, tanto en el caso de esquemas fondeados (es decir, cuando las empresas están obligadas a mantener activos para cubrir pagos eventuales de pensiones) como no fondeados, Fitch incluye el déficit total de pensiones según las NIIF. La medida adoptada es pasivos menos activos según lo medido a la fecha del balance, removiendo el efecto de ganancias actuariales no reconocidas. Esto se conoce a veces como la "situación de fondeo" del esquema.

Para aquellos que reportan conforme a US GAAP, Fitch incluye los pasivos pensionales no fondeados según lo determinado por los principios de contabilidad generalmente aceptados (GAAP).

Cuando las valoraciones del fondeo muestran un déficit, en jurisdicciones que Fitch describiría como "fondeadas", es posible que se deban llevar a cabo acciones para cerrar este déficit en un período de tiempo razonable (a menudo interpretado como de aproximadamente 10 años). Un déficit pensional mayor puede, por lo tanto, conducir a una fuga inmediata de flujo de efectivo. Por el contrario, en las jurisdicciones "no fondeadas" donde no hay ningún requisito para financiar obligaciones pensionales de BD, no suele haber impacto en el flujo de efectivo por cambios en el déficit reportado.

Con el fin de reflejar las variaciones amplias en las valoraciones pensionales en el ciclo económico, Fitch examina el efecto de ajuste de las pensiones durante un período de varios años. Cuando el apalancamiento ajustado por pensiones es sustancialmente superior al apalancamiento sin ajuste por pensión, Fitch investiga la naturaleza de las obligaciones pensionales con más detalle para evaluar si salidas significativas de efectivo relacionados con pensiones son una posibilidad dentro del horizonte de las calificaciones.

### **Impacto en el Análisis de Recupero**

El análisis de recupero diseñado a la medida para créditos calificados en B+ y niveles inferiores puede incluir un déficit pensional, cuando sea significativo, como un acreedor en la estructura de capital. La prelación de los pasivos pensionales puede variar dependiendo de los marcos de

insolvencia específicos del país. Se pueden utilizar estimaciones contables a menos que haya evidencia de que estas difieren significativamente del monto que realmente sería reclamado en una liquidación o reestructuración. Consulte la metodología de Fitch “[Corporates Notching and Recovery Ratings Criteria](#)” para más detalles.

#### 4. Factoring de Deuda

El tratamiento de los acuerdos de *factoring* puede variar por emisor. Para asegurar comparabilidad entre pares, Fitch considera la esencia económica de la transacción y, por lo general, se hace un ajuste para traer el *factoring* al balance general. Consideramos al *factoring* como una alternativa a la deuda garantizada, sin importante el recurso legal del originador.

Cuando el *factoring* ha sido tratado por un emisor como una venta de activos (por ejemplo, no tratado como deuda en el balance general), y siempre que la información sea suficiente y confiable de manera consistente, Fitch revertirá el tratamiento contable y ajustará los estados financieros como se establece a continuación para su propósito analítico.

##### Balance General

- Activos: la sección relevante del balance general se incrementa por el saldo vigente de los activos sujetos a *factoring* a la fecha de cierre.
- Pasivos: la sección “otra deuda garantizada” se incrementa por la misma cantidad.

##### Estado de Flujo de Efectivo

- Los movimientos de efectivo del capital de trabajo disminuyen (incrementan) por el aumento (disminución) interanual en el financiamiento de *factoring* vigentes a la fecha de cierre.
- El flujo de efectivo de actividades de financiamiento se incrementa (disminuye) en una cantidad idéntica.

##### Exclusión de Ajuste de Factoring

Nosotros trataríamos el *factoring* como un activo de venta genuino y no como una deuda financiera súper sénior solo en circunstancias excepcionales:

- Las características estructurales del *factoring* de cuentas por cobrar demuestran que los riesgos han sido totalmente transferidos a sus acreedores. Un *factoring* debe estar delimitado (por ejemplo, aislado del resto de la deuda del grupo) y sus acreedores tener recurso solo contra los activos comprados y no tenerlo respecto al originador.
- La naturaleza de los bienes vendidos en el programa de *factoring* debe ser de naturaleza operacional no recurrente, de manera que la interrupción del *factoring* no dé lugar a la reconstitución propia de los activos en el balance general del emisor con el requisito inherente de liquidez inmediata para financiar estos activos recién originados.

Debido a la naturaleza recurrente de los activos subyacentes, es poco probable que el *factoring* de cuentas por cobrar comerciales e inventarios sea tratado como una venta de activos, salvo que los activos pertenezcan a una línea de negocio que ha sido o pronto será descontinuada a la fecha de la evaluación.

##### Tratamiento de Líneas de Factoring en el Análisis de Liquidez

Fitch no considera, por lo general, los montos no utilizados de las líneas de crédito de *factoring* comprometidas como una fuente de liquidez, ya que estas incluyen generalmente obligaciones de hacer y no hacer (*covenants*) para el vendedor y criterios de elegibilidad para las cuentas por cobrar, los cuales pueden ser más difíciles de cumplir en un escenario de estrés. Lo anterior difiere de los préstamos revolving respaldados por activos (mismos que pueden estar garantizados con activos por cobrar e inventario), los cuales Fitch consideraría para propósitos de liquidez.

Sin embargo, consideraríamos las líneas de *factoring* como deuda a corto plazo para fines de análisis de liquidez. Esto refleja la noción de que durante períodos de estrés, las líneas de *factoring* podrían retirarse y un emisor tendría que acceder a financiamiento garantizado alternativo para respaldar su ciclo de capital de trabajo.

### **Impacto en las Métricas Crediticias**

Cuando el *factoring* ha sido tratado por el emisor como una venta de activos y la divulgación es suficiente y confiablemente consistente, Fitch revertirá el tratamiento contable y ajustará los estados financieros como se describe a continuación para su propósito analítico.

#### **Balance General**

- **Activos:** La sección relevante del balance general se incrementa por el saldo de activos en *factoring* a la fecha de cierre.
- **Pasivos:** La sección de "otras deudas garantizadas" se aumenta en la misma cantidad.

#### **Estado de Flujos de Efectivo**

- Los movimientos de efectivo de capital de trabajo se disminuyen (aumentan) por el incremento (disminución) interanual del financiamiento vigente del *factoring* a la fecha de cierre.
- El flujo de efectivo de actividades de financiamiento se incrementa (disminuye) por una cantidad idéntica.

### **Impacto en el Análisis de Recuperación**

Ya sea financiado con garantía o sin recurso, y reconsolidado, la importancia práctica de este financiamiento de capital de trabajo fundamental conduce a su tratamiento como deuda de clasificación sénior. Este nivel de prelación forma parte del análisis de recupo y facilita el reemplazo inmediato de financiamiento. En caso de que el originador se beneficie de un instrumento de crédito no garantizado alternativo como respaldo, el *factoring* de cuentas por cobrar no será tratado entonces como una reclamación de prioridad alta.

Para propósitos del análisis de recupo, el financiamiento de *factoring* se define como la cantidad máxima autorizada para ser retirada en los últimos 12 meses anteriores al análisis, o la última cantidad retirada, si esta es la única información disponible.

#### **Caso 1: Enfoque de Liquidación**

Si las cuentas por cobrar vendidas están fuera del balance general sin recurso para el originador, Fitch asume que todas las cuentas por cobrar mostradas en el balance (las cuales excluyen a las vendidas) serán usadas para recuperar la deuda dentro del balance y que no necesita hacerse un ajuste para reflejar el impacto del programa de *factoring*.

En el caso menos frecuente de que el *factoring* se encuentre en el balance general debido a un recurso en contra del originador, Fitch da tratamiento a la deuda en *factoring* como supersénior e incluye el impacto de la sobrecolateralización. Fitch busca detalles sobre los requerimientos de la máxima sobrecolateralización que aplica al *factoring* de cuentas por cobrar para proteger a los acreedores del *factoring* contra pérdidas o diluciones (como notas de crédito) y para cubrir costos de fondeo. Si no hay información disponible, se puede asumir una tasa estándar de 125% del financiamiento por *factoring* para programas estructurados formalmente. En el caso de transacciones de *factoring* no estructuradas, se puede usar un 105% de tasa de sobrecolateralización en su lugar. Fitch entonces determinaría un descuento apropiado considerando la calidad y diversidad de la base de clientes del grupo y el valor ya retirado por los acreedores del *factoring*. En el ejemplo que se muestra, esta asciende a 50%. Se asume que el valor de las cuentas por cobrar después de este descuento es el disponible al momento de que estos activos son vendidos.

**Valoración de Liquidación – Ejemplo de Recupero de Activos, Separando el Factoring de Cuentas por Cobrar**

(EUR millones)		Grupo	Factoring	Grupo Restante
Monto del Programa de Factoring	(A)	0	50	
Tasa de Sobrecolateralización (%)	(B)		125	
Máximo Nivel de Cuentas por Cobrar Afectadas	(C)=(A)x(B)		63	
Valor de Cuentas por Cobrar antes del Descuento	(D)	85	63	22
Descuento Asumido (%)	(E)			50
Valor de Cuentas por Cobrar Disponible para Recupero Neto del Descuento Asumido	(F)= (D)x(1-(E))	11	0	11
<b>Recupero de Activos para el Grupo</b>				
Cuentas por Cobrar		11	0	11
Propiedades, Planta y Equipo		100		
Inventario		25		
Total Disponible para Recupero de Deuda		136		

Fuente: Fitch Ratings.

En la tabla anterior, se asume que la sobrecolateralización de EUR13 millones (EUR13 millones (EUR63 millones-EUR50 millones) es absorbida totalmente por costos de financiamiento y pérdidas en el nivel de factoring.

**Caso 2: Valoración de Empresa en Marcha**

En un escenario de empresa en marcha, Fitch debe de tomar una decisión con respecto a los elementos que se listan a continuación.

- Si la entidad y/o sus acreedores se han asegurado que el factoring de cuentas por cobrar ha permanecido disponible para el grupo, tal vez incrementando (si fuera posible) o maximizando la sobrecolateralización, o asegurando que las cuentas por cobrar de buena calidad han sido dirigidas al factoring. Esto implica que las cuentas por cobrar del grupo son, en el mejor de los casos, de la misma calidad. Las cuentas por cobrar podrían quedarse fuera del programa de factoring por razones de concentración, es decir, excediendo el límite de cuentas por deudor, por encima del cual el factoring no proporcionaría financiamiento, baja calidad (como cuentas por cobrar con serios retrasos), o debido a la ubicación en jurisdicciones donde es difícil tener seguridad sobre estos activos.
- Si es probable que se cierre el factoring de las cuentas por cobrar. De ser así, la deuda sénior (que es probable que sea deuda super sénior) a nivel de la entidad debe estar dispuesta para financiar los requerimientos de liquidez de capital de trabajo remanentes del grupo.

A los efectos del análisis de Fitch, salvo que quede claro en la documentación de factoring que el programa de factoring continuará disponible, la agencia asumirá el peor escenario, es decir, que el programa de factoring cierre y deba ser reemplazado por un instrumento de crédito con un mismo nivel de prelación equivalente.

Si el perfil crediticio del grupo se deteriorara, sería factible que la cantidad y calidad de las cuentas por cobrar elegibles comenzasen a disminuir y, en consecuencia, también la cantidad de factoring. Fitch asume que la reducción en el volumen de cuentas por cobrar sería de la misma proporción que

el descuento de EBITDA de la calificadora aplicado para calcular el valor de la empresa en un escenario estresado.

Sin embargo, los analistas de Fitch mantienen la libertad de presentar recomendaciones lógicas que pueden incrementar o reducir las calificaciones de recuperado sugeridas por la valoración y el *notching*. Ello depende de las perspectivas del entorno operativo o de una empresa en particular. Por ejemplo, si el *factoring* está expuesto a una parte del negocio que es más estacional y/o cíclica o si la empresa tiene un apalancamiento operativo alto, lo que significa que una reducción mínima en ventas y cuentas por cobrar tendría un impacto muy alto en el EBITDA.

### **Factoring Inverso**

Esto consiste en que una institución financiera pague a un proveedor de un emisor al vencimiento de las cuentas por pagar comerciales o antes. Como resultado, el monto bajo la cuenta comercial por pagar sería adeudado por el emisor a la institución financiera con un vencimiento final frecuentemente extendido en comparación con el vencimiento de la cuenta por pagar original si el acuerdo de factorización inverso no se hubiera implementado.

Siempre que haya una revelación de información suficiente y confiablemente consistente, Fitch ajustaría la deuda por la extensión en días de cuentas por pagar que resultara de una transacción de *factoring* inverso, si los días en cuentas por pagar resultantes fueran considerablemente mayores que los usuales según la práctica normal de la industria. Por ejemplo, asumiendo que el saldo pendiente del *factoring* inverso es de CUR100 millones con una extensión de días de cuentas por pagar de 60 a 180 días, Fitch consideraría que la extensión de 120 días es similar a una deuda financiera y añadiría entonces a la deuda financiera 120/180 del saldo pendiente, es decir, CUR67 millones.

Fitch revertirá el tratamiento contable y ajustará los estados financieros como se establece a continuación para su propósito analítico:

### **Balance General**

- Pasivos: la sección correspondiente del balance general disminuye por el monto de la extensión de los pasivos factorizados en la fecha de cierre.
- Pasivos: la sección "otras deudas garantizadas" se incrementa en la misma cantidad.

### **Estado de Flujo de Efectivo**

- Los movimientos de efectivo de capital de trabajo disminuyen (aumentan) por el aumento (disminución) interanual de la financiación de *factoring* pendientes a la fecha de cierre.
- El flujo de efectivo de actividades de financiamiento aumenta (disminuye) en una cantidad similar.

## **5. Ajustes de Efectivo**

### **Enfoque Analítico**

El efectivo disponible es utilizado en nuestras métricas de deuda neta (principalmente en indicadores de apalancamiento) y en la evaluación de recursos inmediatos para liquidez. El componente "disponible" de la definición de efectivo de Fitch apunta a la disponibilidad incondicional y oportuna de efectivo para la entidad calificada y la certeza razonable de que el valor atribuible a la par se encuentra disponible.

El efectivo disponible puede no incluir, por ejemplo, formas de efectivo restringido, un saldo de efectivo del final del período que no se mantiene durante todo el año, demandas de efectivo operacional, y otros tipos de efectivo no disponibles libremente para la reducción de deuda o cuya oportunidad para efectos de liquidez es cuestionable.

El concepto de efectivo "disponible" para la entidad calificada también toma en cuenta, cuando sea factible y revelado, en dónde está ubicado el efectivo dentro del grupo o jurisdicción y si existen

costos materiales (en particular impuestos), mecanismos de pago de dividendos contractuales permitidos o controles de capital que afecten su disponibilidad para la entidad calificada.

### Descuentos para Diversos Tipos de Instrumentos

Los depósitos de efectivo de 3 a 12 meses son tratados normalmente como efectivo disponible, excepto cuando Fitch tenga conocimiento de que una empresa mantiene su efectivo con bancos de calificación baja, en cuyo caso ese efectivo podría ser excluido. De forma similar, los fondos de mercado de dinero son tratados normalmente como efectivo cuando se encuentren ubicados en jurisdicciones desarrolladas y sean usados por empresas que Fitch estime que tengan políticas financieras muy conservadoras.

Fitch también descuenta el valor de diferentes tipos de instrumentos financieros clasificados como títulos valores negociables por sus características, tales como vulnerabilidad a cambios en las tasas de interés, inflación y liquidez del mercado, independientemente de las calificaciones que estos instrumentos puedan tener, en virtud de que estas características determinadas por el mercado no son incluidas generalmente en una calificación crediticia.

Para acciones en el mercado de capitales, se emplea un descuento de 100%, excepto en circunstancias excepcionales.

### Efectivo y Equivalentes de Efectivo, Títulos Valores Negociables

Descripción (% de valor nominal)	Ajuste Corporativo de Efectivo Disponible
Efectivo	100
Depósitos de Efectivo/Certificados de Depósito Bancarios	100
Bonos Gubernamentales	100
<ul style="list-style-type: none"> <li>Independientemente del vencimiento (depósitos programados a 6 o más de 12 meses), los depósitos pueden ser tratados como efectivo disponible.</li> <li>Sujeto a revisión de riesgo de contraparte (es decir, no todo el efectivo depositado en bancos con calificación CCC).</li> <li>Cuando los bonos/certificados de tesorería gubernamentales están en la categoría de calificación B o inferior, los montos que se invierten son tratados como capital como a continuación.</li> </ul>	
Fondos de Bonos de Renta Fija con Grado de Inversión	70
Fondos de Bonos de Renta Fija y Alto Rendimiento Diversificados	0-40
Fondo de Capital, Acciones	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Inicio en 0% del valor nominal, salvo que existan buenos fundamentos para un tratamiento de mayor porcentaje, que sea presentado a y acordado por el comité de calificación.</li> </ul>	

Fuente: Fitch Ratings.

### Ajustes Relacionados con Capital de Trabajo

#### Variación Interanual

Si los niveles de deuda neta al cierre del período de una empresa son sustancialmente diferentes del promedio durante el año, Fitch puede ajustar el saldo de efectivo de cierre del período para reflejar niveles de deuda neta promedio o cambios interanuales de máximo a mínimo (*peak to trough*) en los requerimientos de capital de trabajo. Un ejemplo sería un comerciante minorista reportando justo después de la temporada festiva alta, lo cual mostraría una fotografía halagadora de un nivel alto de efectivo e inventarios bajos al compararse con las posiciones trimestrales típicas de efectivo y de capital de trabajo.

#### Capital de Trabajo Negativo Sostenible

Cuando las empresas tienen requerimientos de capital de trabajo estructuralmente negativos, un incremento en su actividad se refleja en una entrada de efectivo. Por el contrario, una reducción en

la base de ingresos equivale a una disminución de la posición de capital de trabajo negativa y salidas de efectivo.

Si a Fitch le preocupa que la posición benéfica de capital de trabajo negativo pueda revertirse o resulte ser volátil, los analistas pueden incrementar la deuda por la falta de efectivo o reducir el efectivo para reflejar esta salida potencial de efectivo.

### **Efectivo Restringido o Bloqueado**

Fitch excluye el efectivo restringido del cálculo de sus métricas financieras. El efectivo restringido es el segregado para un propósito en particular. Por ejemplo, el pago de deuda u otros tipos de financiamiento, efectivo reservado por alguna contraprestación diferida, litigios o llamados de margen o si está ubicado geográficamente en partes del grupo en las que no se tiene acceso al efectivo debido a controles de capital u otras restricciones. Por el contrario, el efectivo restringido para efectos de redimir algún instrumento de deuda específico puede ser reclasificado como efectivo disponible.

En situaciones en las que el efectivo no puede moverse libremente entre compañías extraterritoriales (*offshore*) y al interior (*onshore*) y/o existe un riesgo alto de que las operaciones del extranjero sean separadas del emisor local, Fitch excluirá el efectivo del extranjero del análisis de liquidez y apalancamiento neto y considerará analizar el crédito sobre una base geográfica no consolidada.

## **6. Ajuste de Perfiles Consolidados para Estructuras de Grupo**

### **Enfoque Analítico**

En la mayoría de las entidades calificadas por Fitch, los estados financieros consolidados son una base razonable para la evaluación de la capacidad económica que tiene un grupo para hacer uso de los recursos disponibles para servir su deuda, así como para la identificación del grado real o potencial de sus pasivos. Este es el caso cuando las entidades consolidadas operan como un grupo económicamente integrado con el efectivo generado en una parte del grupo consolidado accesible a otras partes del mismo, destacándose mayormente las entidades que levantan deuda y la expectativa de que las obligaciones emitidas por una parte del grupo gozan de un derecho sobre las operaciones de otras partes del grupo consolidado, siendo esta responsabilidad común reveladora de la estrategia financiera del grupo y los recursos de los acreedores.

Aun en caso de que el perfil consolidado sea la base correcta para el análisis de la calidad crediticia, no significa necesariamente que todas las entidades dentro de un grupo serán calificadas en el mismo nivel, tal como se explica en la metodología de Fitch titulada "[Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria](#) - Enfoque de Calificación Aplicado a Entidades Dentro de un Grupo" ("*Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria*").

Sin embargo, factores como la estructura de propiedad, los acuerdos de financiamiento y las restricciones derivadas de la ubicación pueden ser tales que el perfil consolidado no muestre la fotografía más apropiada para analizar la calidad crediticia de la entidad jurídica calificada, generalmente la empresa matriz; en consecuencia, existe la necesidad de "restablecer los límites", en muchos casos con algún tipo de desconsolidación. La decisión de desconsolidar sería generalmente el resultado de la evaluación de un vínculo débil entre la matriz y la subsidiaria sujeta a desconsolidación, con base en el análisis de los vínculos legales, operacionales y estratégicos descritos con mayor detalle en la metodología mencionada.

En algunas ocasiones, Fitch puede consolidar ciertas deudas que un emisor ha podido desconsolidar, cuando crea que la deuda podría ser servida directa o indirectamente por el emisor, por ejemplo, por razones estratégicas. La presencia de intereses minoritarios significativos podría requerir también un ajuste en los indicadores financieros consolidados, ya que las ganancias atribuibles a los accionistas minoritarios dentro de la estructura del grupo no están disponibles para servicio de deuda a nivel de la matriz.

Los problemas de subordinación, ya sean por características de los instrumentos de deuda o la ubicación de la deuda en la estructura del grupo, se reflejan en las calificaciones de recuperado aplicadas a las calificaciones de los instrumentos de deuda. Sin embargo, esto también podría afectar la IDR si el grado de subordinación o acceso al flujo de efectivo dentro de la estructura del grupo cambiara la probabilidad de incumplimiento de una entidad emisora. Por ejemplo, una entidad calificada podría ser más una compañía *holding* en recepción de flujos de ingresos por dividendos contingentes, en vez de una matriz con acceso directo a todos los flujos de ganancias consolidadas. De forma similar, el financiamiento con rango de prelación preferencial en subsidiarias de riesgo menor puede resultar en que la matriz solo tenga acceso directo a actividades de riesgo mayor, en vez de a todo el grupo como se muestra en las cuentas consolidadas.

### **Ajustes Financieros Realizados**

Los ajustes más comunes que Fitch hace a las cuentas consolidadas se listan a continuación.

#### **Desconsolidación Total**

- Reemplazo de un segmento del EBITDA o de la contribución del FGO al conjunto consolidado con el dividendo sostenible en efectivo recibido de esa entidad. Esto reconoce que la utilidad inherente reflejada en el EBITDA o FGO no tiene el mismo beneficio directo para la calificación como el resto de las operaciones del grupo (la fungibilidad del efectivo es menor que la de otras operaciones). Usualmente esto reduce esa parte de la contribución del grupo; muy ocasionalmente, los dividendos y el EBITDA o FGO proporcionales pueden ser muy similares.
- Fitch también deducirá normalmente la deuda (y activos) y las ganancias atribuibles del perfil consolidado en la medida en que sea posible a partir de la información disponible, aunque sea solo para calcular métricas clave en lugar de todas las cifras financieras.
- Los comités de calificación observan de cerca la estabilidad y el historial de los dividendos sostenibles recibidos al momento de sumarlos nuevamente al EBITDA o FGO. Fitch excluye los flujos de dividendos que no han sido estables en los últimos años.
- Si las entidades son desconsolidadas, el "valor accionario" aún se mantiene, en teoría, para el beneficio potencial de los acreedores de la matriz, lo cual puede limitar la severidad de la pérdida en caso de incumplimiento. Esto hace poca diferencia con calificaciones grado de inversión, en las que la severidad de la pérdida tiene un efecto menor en el cálculo de calificación. Excepcionalmente, si el valor accionario fuera muy significativo y altamente negociable, esto podría ejercer una influencia favorable en la consideración de Fitch del perfil de liquidez de la entidad. Para el universo de calificaciones de grado especulativo, en el que las calificaciones de instrumentos tienen un peso mayor en la recuperación en caso de incumplimiento, esta participación accionaria podría tener más relevancia sobre la calificación.

#### **Consolidación Proporcional**

Cuando la información se encuentre disponible, un enfoque de consolidación proporcional podría ser más apropiado en empresas de participación conjunta (*joint ventures*) de 50:50 o 60:40 en las que los socios igualitarios proveen de apoyo accionario o el financiamiento de la *joint venture* espera apoyo de sus propietarios y, lo que es más importante, la fungibilidad del efectivo es más fuerte debido al control relativamente mayor.

Es probable que las *joint ventures* con un nivel significativo de apalancamiento y consideradas con poca probabilidad de ser apoyadas por la matriz sean, sin embargo, totalmente desconsolidadas, ya que su generación de flujo de efectivo será usada principalmente para el servicio de la deuda a su nivel con los dividendos sostenibles solo siendo incluidos en el análisis de la matriz.

#### **Ajuste por Intereses Minoritarios**

Si una entidad es consolidada (como si fuera propiedad en 100%) pero aún existen minorías significativas y, en consecuencia, los dividendos son pagados a estas, Fitch puede:

1. deducir los dividendos minoritarios pagados en efectivo del FGO y ajustar las métricas de cobertura y apalancamiento basadas en EBITDA para estos dividendos;
2. elegir la consolidación proporcional para la propiedad menor de 100% si el nivel de intereses minoritarios es alto (un tercio del interés económico o más);
3. cuando estos ajustes pudieran distorsionar (por ejemplo, cuando un dividendo pagado a minoritarios es significativamente menor que su participación en la utilidad neta), la utilidad neta atribuible a minoritarios podría ser usado para ajustar las métricas de cobertura y apalancamiento basadas en EBITDA como un enfoque alternativo, en cuyo caso el ajuste se revelará en el comentario de acción de calificación.

## 7. Notas de Pago en Especie de Compañías Holding y Préstamos de Accionistas

Esta sección se aplica a préstamos de accionista o préstamos con pago en especie (PIK; *Payment in Kind*) de la empresa tenedora (HoldCo; *Holding Company*), notas u otros instrumentos u/ obligaciones comunes en adquisiciones apalancadas (LBO; *leveraged buyout*) que:

- se emitan a nivel de una HoldCo fuera de un grupo restringido (es decir, donde el flujo de efectivo se controla dentro de un grupo de empresas) o,
- están en manos de inversores afiliados (por ejemplo, el patrocinador de capital privado en una transacción de LBO) cuyos intereses económicos y estratégicos se espera permanezcan alineados con los de los accionistas comunes.

Para instrumentos que no demuestren estas características, consulte el Apéndice 1: Ajustes analíticos principales; 2. Híbridos en la página 26.

Si un instrumento que recibe este ajuste se encuentra presente en una estructura financiera y legal del grupo, Fitch evaluará si deben ser considerados en el análisis de calificación de una entidad y la forma en que dicha consideración debe llevarse a cabo.

El concepto de "entidad calificada" puede aplicar tanto a una sola entidad jurídica como a un grupo de entidades que toman un préstamo con garantías cruzadas y/o mecanismos de incumplimiento cruzado de tal forma que la IDR refleje la probabilidad relativa de incumplimiento del grupo específico que incluirá a la entidad calificada. En grupos con estructuras de capital altamente diseñadas, tales como LBO o emisores grado especulativo, este grupo de entidades particular es comúnmente denominado como "grupo restringido".

Fitch considera que los siguientes factores tienden a respaldar el tratamiento de préstamos con pago en especies de compañías holding y préstamos de accionistas como no-deuda de la entidad calificada. La prueba es si el instrumento aumenta la probabilidad de incumplimiento de la deuda calificada de la entidad.

- Subordinación y Falta de Garantía: Se considera subordinación estructural de los instrumentos cuando son emitidos por una entidad fuera del perímetro de la calificación y subordinación contractual cuando son emitidos por la entidad que emite la deuda en un LBO a través de un acuerdo entre acreedores, así como la ausencia de respaldo sobre (y garantías de) la entidad calificada. La posesión de derechos de ejecución o aceleración independiente lo inclinaría a favor del tratamiento de deuda.
- Pago de Intereses Distintos a Efectivo: Los instrumentos son de pago en especie de por vida (esto es, sin obligaciones de pago en efectivo u opciones), durante vida útil de la transacción.
- Vencimiento Final de Más Largo Plazo: Los vencimientos finales efectivos de los instrumentos son de más largo plazo que cualquiera de los elementos de deuda de prelación más sénior en la estructura de capital de la entidad calificada.

Los factores que, por el contrario, favorecerían la inclusión de estos instrumentos de deuda en el perímetro de la IDR de la entidad calificada incluyen el inverso de las características detalladas arriba. Podrían ser complementados por elementos como la comercialización y transferibilidad del

préstamo (principalmente relevante para los préstamos de accionistas) y el gran tamaño del instrumento en relación con la estructura de capital general del grupo.

#### **Subordinación Estructural y Delimitación**

Esto es clave al analizar el impacto que tendría el incumplimiento de un préstamo de pago en especie de compañías *holding* o un préstamo de accionistas en la entidad calificada. En teoría, si el emisor del préstamo de pago en especie o de accionista está fuera de la entidad calificada o del grupo de entidades, entonces la subordinación estructural efectiva puede existir. Además, si hay disposiciones en la documentación que, desde el punto de vista de Fitch, provean protección suficiente contra el incumplimiento cruzado o aceleración cruzada, la IDR de la entidad calificada no se verá afectada.

Además, si existe una delimitación efectiva (es decir, la entidad calificada y sus activos pueden ser legalmente separados de otras empresas relacionadas y otorgar seguridad ejecutable sobre sus activos con respecto a los tenedores de la deuda senior y subordinada), la deuda fuera de la entidad calificada no es legalmente una obligación de esta última y no aumenta su probabilidad de incumplimiento.

#### **Exigibilidad en Acciones**

La subordinación estructural de los préstamos de pago en especie de compañías *holding* o los préstamos de accionistas es reforzada si los únicos activos de los instrumentos del emisor son acciones en la entidad calificada (en lugar de un préstamo entre compañías) y las ganancias son pagadas directamente a los accionistas como dividendo (más probable en el caso de un pago en especie de compañías *holding*) o utilizadas para adquirir nuevas acciones en la entidad calificada, de manera que solo le resta al emisor de la compañía *holding* (y sus acreedores) una reclamación de acciones en la entidad calificada.

#### **Reclamación de Préstamo Intercompañías**

Siempre que los préstamos intercompañías otorgados por la compañía *holding* estén subordinados a todas las demás reclamaciones de la entidad calificada y sean efectivamente préstamos de accionistas profundamente subordinados, estos préstamos podrían entonces considerarse más afines a una reclamación de capital que a una de deuda. La decisión final de tratar el instrumento como deuda o no deuda de la entidad calificada dependerá de otras características descritas en las siguientes secciones y el árbol de decisión. En el contexto de una estructura de compra apalancada con acuerdo formal entre acreedores, los términos de este acuerdo son un determinante crucial en el análisis de calificación de Fitch. La agencia revisaría los términos de este documento y, de estar disponible, la opinión jurídica que lo acompaña, para tener una perspectiva en cuanto a la obligatoriedad de los términos entre acreedores, especialmente los acuerdos de subordinación, que varían de una jurisdicción a otra.

#### **Respaldos y Garantías**

Cualquier respaldo o garantía de la entidad calificada para el beneficio de un préstamo de pago en especie de una compañía *holding* o un préstamo de accionista permitirían a un prestamista hacer una reclamación a la entidad calificada o influenciar los procedimientos de insolvencia o reestructuración y podría dar pie a la inclusión del instrumento en el nivel de deuda del perímetro calificado.

#### **Título con Prelación Subordinada sobre Activos de la Entidad Calificada**

Algunos préstamos de pago en especie de compañía *holding* o préstamos de accionistas que, aunque fueron emitidos por una compañía *holding*, podrían tener el beneficio adicional de título con prelación subordinada sobre activos de la entidad calificada (por ejemplo, tercer grado de prelación después de los préstamos senior garantizados de primer grado y préstamos puente de segundo grado). Esto podría efectivamente colocar al instrumento dentro de la delimitación de la entidad calificada y potencialmente afectar la IDR de la entidad calificada.

Sin embargo, si se concede el acceso al paquete de garantías sin ningún derecho de aceleración o de ejecución independiente, Fitch muy probablemente consideraría que aún existe subordinación suficiente para proteger a los acreedores sénior (siempre y cuando el paquete de garantías y los acuerdos de subordinación sean exigibles dentro de la jurisdicción correspondiente).

#### **Garantía Otorgada sobre el Emisor del Préstamo de Pago en Especie de Compañía Holding**

En algunos casos, los tenedores del préstamo de pago en especie de compañía *holding* o del préstamo de accionista pueden recibir garantía sobre las acciones del propio emisor de la compañía *holding*, lo cual puede brindarles mayor comodidad de que pueden hacer exigir sus derechos como accionistas de la compañía *holding* emisora. Sin embargo, en la mayoría de los casos, esto en sí mismo no aumenta el riesgo de incumplimiento de la entidad calificada y, por lo tanto, no tendrá un impacto en su IDR, salvo que una cláusula de cambio de control a nivel de la entidad calificada pueda ser activada.

#### **Posible Contagio a través de la Cláusula de "Cambio de Control"**

Si los préstamos de pago en especie de compañía *holding* o los préstamos de accionistas de alguna forma experimentasen un incumplimiento mientras la entidad calificada siguiera operando, la ejecución de la garantía de acciones del emisor de la compañía *holding* puede constituir un "cambio de control" a nivel de la entidad calificada. Esto podría desencadenar un evento de prepago obligatorio para la deuda garantizada y una opción de venta por cambio de control para un instrumento grado especulativo, aumentando así la probabilidad de incumplimiento de la entidad calificada.

#### **Pago en Especie de por Vida o Pago en Efectivo**

##### **Pago en Especie de por Vida**

Si un instrumento no impone sobre un emisor obligación alguna a pagar intereses en efectivo durante la vida del instrumento (incluyendo la no elegibilidad para pagar en efectivo o capitalizando los intereses [*toggle*]) y el instrumento es de pago único (*bullet*), entonces el riesgo de incumplimiento de pago no se materializa hasta la fecha de vencimiento final. En este caso, el instrumento de préstamo de pago en especie de compañía *holding* o préstamo de accionista no impone obligaciones en efectivo adicionales a la entidad calificada o al emisor mismo de la compañía *holding* hasta su vencimiento final, por lo que el riesgo de incumplimiento de una entidad calificada no se incrementa, asumiendo un vencimiento final posterior.

Además, dados los *covenants* financieros de tipo de incurrencia, que son típicos de las transacciones de pago en especie de compañía *holding*, y siempre y cuando la documentación del préstamo de pago en especie de compañía *holding* o del préstamo de accionista haya sido redactada para no ser más restrictiva que la documentación de la entidad calificada, un incumplimiento de pago debe en teoría ser también casi imposible si no existe tal incumplimiento a nivel de la entidad calificada. Por lo tanto, un incumplimiento del préstamo de pago en especie de compañía *holding* o del préstamo de accionista es menos probable que un incumplimiento de una entidad calificada, y el riesgo general de incumplimiento de la entidad calificada no se incrementa.

##### **Pago en Efectivo**

Aunque los préstamos de pago en especie de compañía *holding* y los préstamos de accionistas son a menudo pago en especie de por vida, puede haber períodos de interés en este tipo de instrumentos que se vuelven pagaderos en efectivo de manera obligatoria u opcional, lo cual significa que las obligaciones en efectivo del prestatario podrían aumentar algún momento. En los casos en que el prestatario tiene la opción de pagar intereses en efectivo, Fitch considera poco probable que se elija esta opción, ya que, una vez que la empresa está en una posición de atender más deuda con pago en efectivo, debería ser más económico refinanciar las notas de pago en especie de compañía *holding* con deuda sénior garantizada o notas grado especulativo con pago en efectivo a un menor costo de deuda.

En el caso de un préstamo de pago en especie de compañía *holding* o un préstamo de accionista que esté cambiando a pago en efectivo, la fuente de pago de cualquier interés en efectivo será la entidad

calificada cuando la compañía *holding* emisora no tenga operaciones o flujo de efectivo propios y sería dependiente de los flujos de dividendos recibidos (*upstreaming*) u otras formas de pago restringido fuera de la entidad calificada, como sucede generalmente en las estructuras de compras apalancadas.

En la práctica, la documentación de la entidad calificada incluye generalmente limitaciones a la capacidad de las entidades calificadas para llevar a cabo transferencias ascendentes de efectivo en detrimento de los prestamistas o inversionistas de la entidad calificada (puede haber algún umbral de apalancamiento de deuda). Dependiendo de la redacción de dichas limitaciones, esto limitaría o impediría totalmente la transferencia de efectivo para propósitos de dividendos o del pago de intereses en efectivo en un instrumento subordinado como un préstamo de pago en especie de compañía *holding* o un préstamo de accionista.

Si el emisor tiene que o elige hacer un pago en efectivo en relación con su instrumento de pago en especie o préstamo de accionista, dependiendo de los detalles de la documentación, esto puede conducir a un incumplimiento de pago sobre este instrumento antes de su vencimiento final. El nivel de protección de la entidad calificada y los acuerdos existentes entre acreedores determinarían entonces cómo serían tratados los prestamistas del instrumento. Suponiendo que hay una delimitación adecuada, el emisor del préstamo de pago en especie de compañía *holding* o del préstamo de accionista sería evaluado por separado con base en el flujo de efectivo disponibles para financiar el servicio de la deuda.

Sin embargo, en su análisis de la entidad calificada, Fitch incluiría el nivel de dividendo requerido para servir la deuda a nivel de la compañía *holding* emisora. Esto puede resultar en un cambio en la IDR, dependiendo del nivel resultante de flexibilidad financiera aún disponible para la entidad calificada. Si la protección no es suficientemente fuerte, el préstamo de pago en especie de compañía *holding* o el préstamo de accionista serían considerados una obligación de la entidad calificada y, en consecuencia, el cambio a una obligación de pago en efectivo aumentaría la probabilidad de incumplimiento.

### **Vencimiento Final**

#### ***Vencimiento Final con Mayor Plazo que la Deuda de Grupo Restringida***

Si el vencimiento final del préstamo PIK de la HoldCo o préstamo de accionista es superior al de toda la deuda de la entidad calificada, el riesgo de incumplimiento de pago del principal del instrumento no afectará la probabilidad de incumplimiento de las obligaciones sénior de plazo más corto.

#### ***Vencimiento Final con Menor Plazo que la Deuda de la Entidad Calificada***

En caso de que el préstamo de pago en especie de compañía *holding* o el préstamo de accionista lleguen a su vencimiento mientras otras obligaciones de deuda sigan pendientes, el riesgo de incumplimiento de la compañía *holding* podría incrementar cuando los instrumentos a nivel de la entidad calificada siguen pendientes. En la práctica, si el emisor del préstamo de pago en especie de compañía *holding* o del préstamo de accionista está protegido, las opciones para el grupo y/o sus accionistas últimos serían las siguientes.

1. Permitir que el instrumento del préstamo de pago en especie de compañía *holding* o del préstamo de accionista incumpla. Asumiendo que la entidad calificada se está desempeñando adecuadamente, Fitch espera que los accionistas tomen las medidas necesarias para evitar que esto ocurra. Si la entidad calificada ya se está desempeñando deficientemente, es probable que esto ya esté reflejado en su IDR y el incumplimiento de un instrumento de préstamo de pago en especie de compañía *holding* o préstamo de accionista probablemente no tendría un impacto más perjudicial en la IDR, si está estructurado como instrumento subordinado y siempre que los acuerdos de protección de la entidad calificada y de los instrumentos sean efectivos.
2. Acordar refinanciar el instrumento con un instrumento similar, de mayor plazo fuera de la entidad calificada. Esto sería un evento crediticio neutral para la entidad calificada y, por lo tanto, no afectaría la IDR.

3. Pagar el instrumento con fuentes de capital fuera de la entidad calificada a través de una oferta pública inicial o una inyección directa de capital de los accionistas.
4. Refinanciar el instrumento a través del refinanciamiento de toda la deuda del grupo, incluyendo aquella a nivel de la entidad calificada.
5. Pagar el instrumento mediante la venta del grupo a otro dueño y prepagando toda la deuda del grupo, incluyendo aquella a nivel de la entidad calificada.

El punto 1 anterior podría resultar en un evento de cambio de control a nivel de la entidad calificada si los inversionistas del préstamo de pago en especie de compañía *holding* o del préstamo de accionista hacen cumplir su garantía sobre las acciones del emisor del préstamo de pago en especie de compañía *holding*/préstamo de accionista. Los puntos 2 al 5 anteriores constituyen un riesgo de evento para un emisor, lo cual generalmente no se incluye en la evaluación de una IDR. En los casos en que el riesgo de evento esté claramente aumentando (por ejemplo, cuando se acerca la fecha de vencimiento final de un instrumento de pago en especie de compañía *holding* de corto plazo), Fitch puede decidir aplicar una Observación de Calificación cuando hay cierta visibilidad de potenciales eventos específicos.

Por lo tanto, siempre que los otros términos del instrumento de pago en especie de compañía *holding*/préstamo de accionista sean suficientes para permitir a la calificadoradora determinar que no hay impacto en la IDR de la entidad calificada, un vencimiento más corto en principio no cambiará esta determinación. Sin embargo, puede haber un grado mayor de riesgo de evento a medida que se aproxime la fecha de vencimiento final del instrumento.

### **Consideraciones Adicionales**

#### **Transferibilidad de Préstamos de Accionistas**

Fitch esperaría que el accionista permaneciera como el tenedor del instrumento y que los intereses de los tenedores tanto del préstamo de accionista como de las acciones comunes estuviesen alineados. De lo contrario, si el préstamo de accionistas puede transferirse a terceros, independientemente de los intereses en el capital accionario, las consideraciones sobre la composición de los acreedores (votación sobre disposiciones de reestructuración, propiedad de otros tramos de la deuda con el fin de forzar ciertos derechos) pueden distorsionar el comportamiento esperado del árbol de jerarquía de los acreedores. Esto puede agravarse si el préstamo de accionista representa una proporción material de la estructura de capital, de forma que sus tenedores pudieran lograr una postura potencial para negociar con otros acreedores.

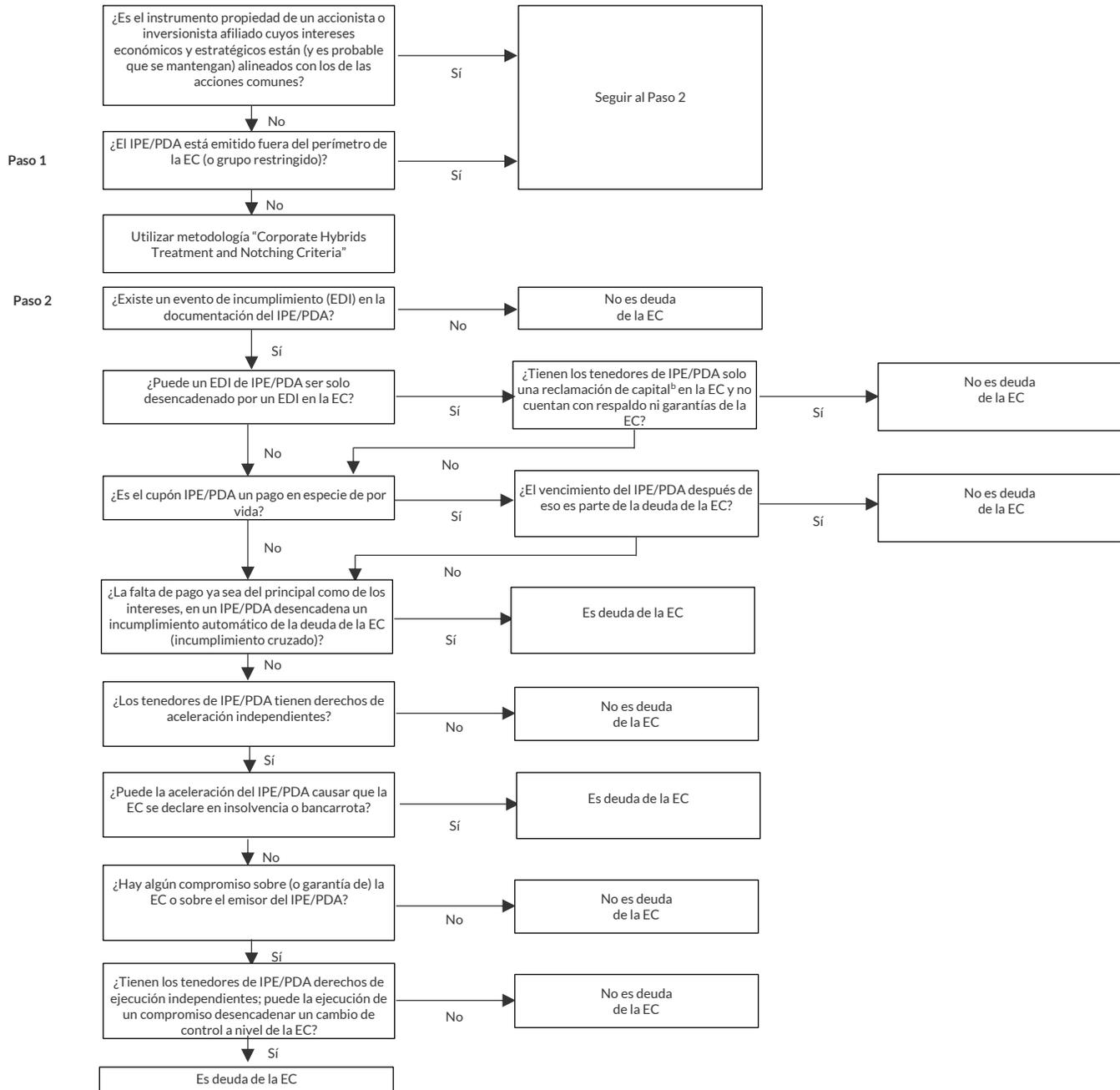
Tales problemas pueden ser más graves en el caso de empresas de capital privado cuyos accionistas tienen generalmente un horizonte de inversión de más corto plazo que un accionista estratégico con compromiso a largo plazo e incentivos para apoyar a la entidad calificada. Sin embargo, a la fecha, la evidencia no es concluyente de que un proveedor de capital privado en particular o el horizonte de tiempo de su fondo hayan tratado consistentemente de forma adversa a su inversión o a los acreedores sénior del grupo restringido. En la experiencia de Fitch, cada patrocinador o promotor ha reaccionado a los eventos con base en los méritos de cada transacción.

#### **Árbol de Decisión**

El árbol de decisión a continuación resume los pasos analíticos de Fitch para evaluar las características de los instrumentos de pago en especie y los préstamos de accionistas que llevarían a que la agencia los trate como deuda de la entidad calificada. Las consideraciones de materialidad y transferibilidad descritas anteriormente no llevarían, de forma aislada, a Fitch a tratar a los instrumentos como deuda. Sin embargo, podrían presentarse en adición a otros elementos del árbol de decisión, que podrían dar lugar a un tratamiento de deuda. El enfoque que Fitch sigue para evaluar el tratamiento de deuda de préstamos de accionistas e instrumentos de pago en especie es de naturaleza holística y no se puede resumir en un árbol de decisión que pueda ser aplicable a todos los casos, dada la amplia diversidad de características que estos instrumentos pueden exhibir. Por lo tanto, el árbol de decisión a continuación no reemplaza los criterios descritos en páginas anteriores,

sino que se debe considerar más bien como una herramienta de apoyo para analizar casos bastante simples.

**Árbol de Decisión para Considerar si el Instrumento de Pago en Especie (IPE)/Préstamo de Accionista (PDA) es o No Deuda de la Entidad Calificada (EC)**



<sup>a</sup> Fitch considera que los intereses están alineados si cree que es poco probable que los tenedores de los instrumentos de pago en especie o de préstamos de accionistas ejerzan todos los recursos disponibles en caso de incumplimiento (por ejemplo, una acción del accionista para forzar una insolvencia sería un escenario poco probable).

Esto puede ser reforzado por el hecho de que un préstamo de accionista no puede ser transferido a terceras partes, independientemente de los intereses de capital.

<sup>b</sup> Si el instrumento de pago en especie o préstamo de accionistas es prestado a nivel de la entidad calificada, Fitch no considera que el préstamo de accionista solamente tenga una reclamación de capital. Se requiere de un análisis más profundo de las características del instrumento, siguiendo el árbol de decisión.

Fuente: Fitch Ratings, documentos de transacción.

## 8. Ajustes en el Valor Razonable de la Deuda

### Enfoque Analítico

Fitch pretende reflejar la deuda en sus métricas crediticias en el monto pagadero al vencimiento. Esto asume que el emisor permanecerá como una empresa en marcha.

#### Impacto de Balance General

- La deuda en moneda local se analiza sobre la base del monto principal en efectivo a pagarse, sobre el supuesto de empresa en marcha. El impacto de ajustes en el valor razonable e instrumentos derivados se elimina de la deuda.
- En el caso de deuda en moneda extranjera, el monto principal de la deuda pendiente se convertiría generalmente al tipo de cambio al contado de final del período. La deuda se convierte a la tasa contratada cuando un derivado ha sido usado para fijar la tasa en la cual se paga la deuda.
- En el caso de notas emitidas a descuento o con intereses pagados solamente al final de la vida de un instrumento (como las notas de pago en especie), el monto del principal de la deuda tomada será el importe total a pagar, ya sea descrito como principal o interés, en la fecha de reporte.

#### Impacto en la Utilidad Operativa

Cuando el movimiento en el valor razonable está incluido en la utilidad operativa, Fitch lo excluye de sus cálculos de EBITDA y EBITDAR.

Como es usual, al no ser constitutivos de efectivo, estos movimientos se excluyen de las medidas de flujo de efectivo de la calificadora, como el FGO.

## 9. Ajustes por Actividades de Servicios Financieros

En esta sección, las operaciones de servicios financieros (FS; *financial services*) generalmente se refieren a las entidades establecidas para apoyar las actividades de sus matrices mediante la entrega de financiamiento a los clientes del grupo. Estos ajustes no constituyen una calificación independiente para las operaciones de FS.

Las operaciones de FS pueden adoptar una variedad de formas. Pueden ser operaciones dentro del grupo y pueden ser subsidiarias de propiedad total o mayoritaria. La compañía matriz puede financiarlas, por ejemplo, a través de préstamos intercompañías, beneficios de soporte de la matriz o pueden emitir su propia deuda. También pueden tener estatus de banco.

**Comparabilidad de los Emisores:** Nuestro objetivo es asignar capital entre la entidad corporativa y sus operaciones de FS con el fin de permitir la comparabilidad entre los emisores corporativos similares con y sin operaciones de FS, y garantizar que los riesgos de las operaciones de FS se reflejen en nuestra evaluación de la entidad corporativa.

**Aplicación del Ajuste:** Nuestro análisis se centra en la deuda que da financiamiento a las cuentas por cobrar financieras identificables. Con el fin de que este ajuste se aplique, debe haber un mercado listo de proveedores de financiamiento de terceros disponible para estos tipos de activos.

**Operaciones de FS Autosostenibles:** Suponemos una estructura de capital para las operaciones de FS que es lo suficientemente robusta para que esa entidad respalde su deuda sin depender de la entidad corporativa. Aplicamos una inyección de capital hipotética de la entidad corporativa a las operaciones de FS para lograr una estructura de capital objetivo que sea indicativa de un perfil crediticio autosostenible para las operaciones de FS.

**Indiferencia del Tratamiento Contable:** Somos indiferentes al tratamiento contable de las operaciones de FS en las cuentas del grupo. Nuestra principal consideración es si los activos identificables son fácilmente financiados por terceros y, si es necesario, una capitalización hipotética de las operaciones de FS por parte de la entidad corporativa para lograr una estructura

de capital objetivo definida por Fitch. Si la deuda es sin recurso, por ejemplo, en una titularización, incluiremos ese financiamiento en la deuda de las operaciones de FS.

### Operaciones de FS Consolidadas

Si las operaciones de FS se consolidan en las cuentas de la entidad corporativa, Fitch desconsolidará las operaciones de FS de la entidad corporativa y supondrá una inyección de capital hipotética para lograr la estructura de capital objetivo individual en las operaciones de FS.

### Desconsolidación de las Operaciones de FS

Fitch desconsolidará el indicador de deuda de las operaciones de FS o la deuda real (si es inferior) de la entidad corporativa. El EBITDA de las operaciones de FS también se desconsolidará cuando se divulgue y sea material.

### Inyección de Capital Hipotética por parte de la Entidad Corporativa a las Operaciones de FS

**Análisis Basado en las Metodologías de Instituciones Financieras Relevantes:** La agencia evaluará si las operaciones de FS requieren una inyección de capital hipotética de acuerdo con las metodologías de Instituciones Financieras más relevantes. En la mayoría de los casos, estas incluyen la *Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias*, relacionada con las empresas de financiamiento y arrendamiento con alto uso del balance general y, con menos frecuencia, la *Metodología de Calificación de Bancos*.

Las referencias a los índices financieros de referencia en las metodologías de las instituciones financieras pertinentes se basan en los puntajes de los factores del Entorno Operativo en esas metodologías, en lugar de las que aparecen en la *Metodología de Calificación de Finanzas Corporativa*.

Las operaciones de FS pueden incluir tanto elementos de Instituciones Financieras No Bancarias como de Bancos. Por lo general, analizaríamos estas operaciones de FS híbridas a través de la perspectiva de la *Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias*, ya que las operaciones de financiamiento más amplias son la razón detrás de la existencia del banco.

**Financiamiento de la Capitalización de la Operación de FS por parte de la Matriz:** En los casos en que una capitalización hipotética sea adecuada, asumimos que la entidad corporativa financia la inyección de capital, ya sea con un aumento de la deuda bruta, una reducción de efectivo o una combinación de ambos. Una reducción del efectivo sería apropiada en los casos en que la entidad corporativa tenga suficiente efectivo como para mantener la capitalización hipotética y sus propios requisitos operativos de efectivo en el horizonte de calificación. En la página 40 se muestra un ejemplo del ajuste.

### Evaluación Bajo la Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias

En los casos en que se aplica la *Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias*, Fitch utiliza un rango de múltiplos de deuda bruta/capital tangible, hasta un máximo de 7x en las operaciones de FS, según la tabla "Indicador de Deuda Bruta/Capital Tangible" que aparece a continuación, para determinar el alcance de la capitalización adicional de FS, si corresponde, que la entidad corporativa debe proporcionar. Los activos de calidad menor o un perfil de financiamiento más débil suelen traducirse en un perfil de apalancamiento objetivo más bajo.

El indicador varía según una evaluación de los puntajes de los factores Calidad de Activos y Financiamiento, Liquidez y Cobertura (FLC), que proporciona el grupo de Instituciones Financieras. La Calidad de Activos y el FLC se definen en la *Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias* en relación con las "compañías de financiamiento y arrendamiento con un alto uso de balance general". En algunas situaciones, el puntaje de referencia de FLC será igual a la calificación de la entidad corporativa en la que las operaciones de FS dependen casi por completo de la entidad corporativa para el financiamiento, ya que estos requisitos de financiamiento se habrían incluido en la calificación de la entidad corporativa. Cuando este sea el caso, el grupo corporativo impulsará el componente de FLC. Los puntajes de los factores calidad de activos y FLC se incluyen en la siguiente tabla para determinar la estructura de capital objetivo de las operaciones de FS:

**Indicador Deuda Bruta/Capital Tangible para Operaciones Clasificadas como Compañía de Financiamiento y Arrendamiento**

		Financiamiento, liquidez y cobertura				
		Propenso a Cambio (b)	Menos Estable (bb)	Generalmente Estable (bbb)	Estable (a)	Muy Estable (aa y superior)
Calidad de Activos	Calidad Baja (b)	1	1	2	3	4
	Por Debajo del Promedio (bb)	1	2	3	4	5
	Promedio (bbb)	2	3	4	5	6
	Calidad Alta (a)	3	4	5	6	7
	Calidad Muy Alta (aa y superior)	4	5	6	7	7

Fuente: Fitch Ratings

En los casos en que haya suficiente información financiera sobre las operaciones de FS, compararemos el indicador de apalancamiento reportado por la compañía con nuestro indicador objetivo. Si el indicador reportado es inferior a nuestro indicador objetivo, no asignaremos más deuda a las operaciones de FS para lograr nuestra estructura de capital objetivo y la deuda de FS reportada (y el EBITDA) simplemente se desconsolida.

Cuando el indicador reportado sea superior a nuestra capitalización objetivo o no haya un indicador reportado disponible, Fitch realizará el ajuste de capitalización hipotética. Con el fin de calcular la variable de la deuda y el capital de las operaciones de FS, Fitch utilizará las cuentas por cobrar de las operaciones de FS como base y asignará la variable de la deuda y el capital para producir los ajustes financieros descritos en esta sección. Por ejemplo, si el indicador de apalancamiento objetivo es 3x, supondremos que tres cuartas partes de la base de cuentas por cobrar se asignan a la deuda y que el cuarto restante se asigna al capital.

En los casos en que la información disponible para Fitch sea tal que no podamos determinar o estimar el indicador de apalancamiento objetivo, el indicador de deuda/capital objetivo será de 0x. En conclusión, Fitch no desconsolidará la deuda asociada con las operaciones de FS.

**Evaluación según la Metodología de Calificación de Bancos**

En los casos en que se aplique la *Metodología de Calificación de Bancos*, los requisitos del capital objetivo y de capitalización hipotética de las operaciones de FS se definirán en referencia al límite superior de los índices de referencia de Capitalización y Apalancamiento descritos en la *Metodología de Calificación de Bancos* en lugar de la tabla “Indicador de Deuda Bruta/Capital Tangible” que se mostró anteriormente. El indicador de capital objetivo tiene un piso de ‘bb’. En otras palabras, esperamos que la operación de FS del banco deba capitalizarse por un mínimo del límite superior de ‘bb’ en el entorno operativo pertinente en todas las circunstancias. El indicador de capital objetivo se define como capital común de Nivel 1 (CET1; siglas en inglés) o Capital Base según Fitch de acuerdo a los activos ponderados por riesgo.

Si el banco está calificado según nuestra *Metodología de Calificación de Bancos*, compararemos la VR del banco con la de la entidad corporativa. Si el banco tiene una calificación igual o más alta que la entidad corporativa, no se aplicará ningún ajuste de capitalización.

Por el contrario, si la VR del banco es inferior a la calificación de la entidad corporativa, supondríamos la capitalización para alcanzar el límite superior del puntaje del factor de Capitalización y Apalancamiento implícito que es igual a la calificación de la entidad corporativa.

Por ejemplo, si el banco calificado por Fitch tiene una VR de 'bb' mientras que la entidad corporativa tiene una calificación 'BBB' con un entorno operativo "a", el indicador de capital objetivo será de 14%, es decir, el límite superior de la categoría de calificación 'BBB', que oscila entre 9% y 14% (según la metodología "Bank Rating Criteria" con fecha del 28 de febrero de 2020).

De manera alternativa, si el banco calificado por Fitch tiene una VR de 'b' mientras que la entidad corporativa tiene una calificación 'B' con un entorno operativo 'a', el indicador de capital objetivo será de 9%, ya que se aplicaría el piso de 'bb', es decir, el límite superior de la categoría de calificación 'BB', que oscila entre 7% y 9% (según la Metodología de Calificación de Bancos con fecha 28 de febrero de 2020).

En los casos en que el banco no esté calificado, compararemos el puntaje del factor de Capitalización y Apalancamiento implícito del banco con la IDR de la entidad corporativa. Si el puntaje del factor es igual o más alto que el de la entidad corporativa, no se aplicará ningún ajuste de capitalización. Si el puntaje del factor es más débil, supondremos la capitalización para alcanzar el límite superior del puntaje del factor de Capitalización y Apalancamiento implícito que es igual a la calificación de la entidad corporativa.

En los casos en que el banco sin calificar tenga un indicador CET1 de 11% en un entorno operativo 'bbb', el puntaje del factor de Capitalización y Apalancamiento implícito (según la Metodología de Calificación de Bancos con fecha del 28 de febrero de 2020) sería 'bb'. Si la entidad corporativa recibe la calificación 'BBB', supondremos la capitalización hasta un indicador de capital objetivo de 19%, es decir, el límite superior de la categoría de calificación 'BBB', que oscila entre 13% y 19%.

### Ejemplo del Ajuste

El ejemplo que se muestra a continuación representa un resumen de los estados financieros de un fabricante de autos con sus operaciones de FS de instituciones financieras no bancarias que tiene un indicador real de deuda bruta/capital tangible de 8.3x. Para lograr un indicador de deuda bruta/capital tangible de 7.0x, ajustamos el capital reportado de las operaciones de FS en CUR1,300 millones, financiados por un aumento de CUR1,300 millones en la deuda bruta o reducción de efectivo en las operaciones corporativas.

### Aumento de la Deuda en la Entidad Corporativa:

(CUR millones)	Grupo consolidado	Corporativo central	Ajustes de FS		Perfil ajustado		
			Operaciones Corporativo de FS central	Operaciones Corporativo de FS	Operaciones Corporativo central	Operaciones de FS	
Efectivo disponible	33,000	27,500	5,500	-	-	27,500	5,500
Cuentas por cobrar	69,000	3,500	65,500			3,500	65,500
Otros activos	118,000	109,000	9,000	1,300		110,300	9,000
Activos totales	220,000	140,000	80,000			141,300	80,000
Capital	69,200	61,400	7,800		1,300	61,400	9,100
Deuda financiera ajustada	95,000	30,000	65,000	1,300	- 1,300	31,300	63,700
Otros pasivos	55,800	48,600	7,200			48,600	7,200
Pasivos totales	220,000	140,000	80,000			141,300	80,000
Deuda/capital tangible			8.3				7.0

Fuente: Fitch Ratings

### Reducción de Efectivo en la Entidad Corporativa:

(CUR millones)	Grupo Corporativo		Ajustes de FS		Perfil Ajustado	
			Operaciones Corporativo de FS	Operaciones Corporativo central	Operaciones Corporativo central	Operaciones Corporativo de FS
Efectivo disponible	33,000	27,500	5,500	-1,300	26,200	5,500
Cuentas por cobrar	69,000	3,500	65,500		3,500	65,500
Otros activos	118,000	109,000	9,000	1,300	110,300	9,000
Activos totales	220,000	140,000	80,000		140,000	80,000
Capital	69,200	61,400	7,800		61,400	9,100
Deuda financiera ajustada	95,000	30,000	65,000		-1,300	30,000
Otros pasivos	55,800	48,600	7,200		48,600	7,200
Pasivos totales	220,000	140,000	80,000		140,000	80,000
Deuda/capital tangible			8.3			7.0

Fuente: Fitch Ratings

Las mecánicas del ajuste son las mismas para las entidades en las que se aplican la *Metodología de Calificación de Bancos*, una vez que se determina el indicador de capital objetivo según la sección *Evaluación según la Metodología de Calificación de Bancos* que se presentó anteriormente.

#### Operaciones de FS Desconsolidadas

Si las operaciones de FS no se consolidan con la matriz corporativa, Fitch evaluará si es posible que requiera una inyección de capital. Si es así, Fitch tiene en cuenta el impacto financiero en sus proyecciones para la entidad corporativa calificada.

## Apéndice 2: Aproximación a Dificultades en las Categorías de Calificación Más Bajas (Solo para Calificaciones en Escala Internacional)

### Escala de Calificación Especulativa y en Estrés

La curva de incumplimiento de la experiencia de calificación no es lineal y las calificaciones en la categoría más baja (el rango CCC, CC y C) enfrentan un riesgo de incumplimiento extremadamente alto. De manera similar, en el límite de las categorías B y CCC, las definiciones de calificaciones de Fitch se vuelven más directas. Ver las Definiciones de Calificación de Fitch en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

### Factores que Diferencian Calificaciones Altamente Especulativas y Estresadas

Las características generales del sector son útiles para comprender el riesgo relativo del sector, pero la diferenciación entre las categorías crediticias B y CCC se ve afectada significativamente por factores específicos de la empresa en relación con sus pares del sector de mercado. Además de las métricas crediticias, Fitch evalúa generalmente el modelo de negocio y el perfil operativo de una empresa, la eficacia y la adecuación de la estrategia de administración, la sostenibilidad de la estructura del capital (incluyendo el costo y la probabilidad y la necesidad de refinanciamiento) y el riesgo de liquidez. Para más detalles, consulte las tablas "Ejemplo de Consideraciones de Calificación

para Créditos Altamente Especulativos” y “Consideraciones Clave de Calificación para Créditos en Estrés”.

Estos factores ayudan a diferenciar calificaciones dentro de la categoría B, pero no deben considerarse de forma aislada. Por ejemplo, el hecho de que un emisor genere de manera consistente un flujo de fondos libre positivo puede parecer (de forma aislada) una característica de un perfil de calificación de grado de inversión. Sin embargo, si dos emisores comparables están restringidos en la categoría B debido a su escala limitada, falta de diversificación o posición competitiva modesta, un flujo de fondos libre consistentemente positivo a través del ciclo sería un factor diferenciador y el emisor con este perfil de flujo de efectivo sería un candidato más fuerte para una calificación de B+ que para una calificación de B. De manera similar, asumiendo que dos compañías tienen indicadores financieros igualmente agresivos, un modelo de negocio más robusto soportaría una calificación de riesgo emisor (IDR; *issuer default rating*) de B+ en lugar de una de B, ya que la generación de flujo de efectivo a través del ciclo mitiga el riesgo de refinanciamiento y limita la erosión de la posición de liquidez respectiva.

### Los Factores Tienen Pesos Relativos

Las consideraciones descritas en las tablas “Ejemplo de Consideraciones de Calificación para Créditos Altamente Especulativos” y “Consideraciones Clave de Calificación para Créditos en Estrés” no tienen todas el mismo peso en la evaluación general de calificación. A menudo, algunos factores anulan por completo a otros, llevan la discusión de calificación a un debate de una B+ frente a B, una B frente a B- o una B- frente a CCC+, e influyen fuertemente en el resultado final de calificación. La siguiente tabla muestra a qué factores otorga Fitch mayor peso, según los niveles de calificación. Como una guía general, cuando un factor es significativamente más débil que otros, este elemento más débil tiende a atraer un peso mayor en el análisis.

### Importancia Relativa de los Factores en la Determinación de Calificaciones

	Mayor ●	Moderada ●	Menor ●	
	B+ vs. B	B vs. B-	B- vs. CCC+	CCC+ vs. CCC-
Modelo de negocio	●	●	●	●
Estrategia	●	●	●	●
Flujo de efectivo	●	●	●	●
Perfil de apalancamiento	●	●	●	●
Gobierno corporativo y política financiera	●	●	●	●
Riesgo de refinanciamiento	●	●	●	●
Liquidez	●	●	●	●

Fuente: Fitch Ratings.

Por ejemplo, un riesgo alto de refinanciamiento y una liquidez débil cambiarían inevitablemente la discusión de calificación hacia consideraciones de B- frente a CCC+, independientemente de cualquier fortaleza en el modelo de negocio o estrategia. En un debate de CCC+ frente a CCC, la ausencia de reservas de liquidez adecuadas y la vulnerabilidad frente a las condiciones desfavorables del mercado de capitales en el refinanciamiento generarían una calificación CCC+, mientras que la opinión de la agencia de que el incumplimiento es una posibilidad real en el horizonte de calificación una calificación a CCC o una categoría inferior.

Por el contrario, cuándo los perfiles de liquidez y vencimiento de la deuda son adecuados, el debate probablemente giraría en torno a B+ frente a B y se concentraría en las fortalezas relativas del modelo de negocio, la estrategia de administración y la calidad del flujo de efectivo.

Los principales factores cualitativos que distinguen las calificaciones B+ y B de B- son la confianza en el modelo de negocio y la resiliencia del flujo de efectivo, así como la capacidad y disposición para desapalancarse a un ritmo satisfactorio dada una estructura de capital inicialmente agresiva y perfil de madurez de corto plazo. Una calificación de B+, particularmente para adquisiciones apalancadas, generalmente indica modelos de negocio más robustos, riesgos de ejecución limitados y generación de flujo de fondos libre consistentemente positiva que soportan un desapalancamiento más rápido, de modo que el riesgo de refinanciamiento sigue siendo una preocupación mínima, incluso en condiciones de mercado de capitales débiles. Una IDR no estaría limitada simplemente por la propiedad de capital privado.

En general, modelar un caso de estrés moderado lleva a un debate o a una guía de calificación negativa que refleja consideraciones de categoría CCC (es decir, un modelo de negocio, estructura de capital y posición de liquidez potencialmente insostenibles); es probable que la calificación pudiera estar más cerca a una B- que a una B. En particular, esto puede aplicar cuando factores cualitativos como sustitución tecnológica, amenazas regulatorias, demanda crónicamente débil, exceso de capacidad o falta de escala para proteger los márgenes son temas primordiales, especialmente a medida que se aproximan los vencimientos de la deuda o se deteriora la liquidez.

**Complemento de Navegadores de Sector**

Los Navegadores tienen limitaciones como herramienta para la comparación de pares cuando todas las características de negocio y financieras de un emisor se encuentran dentro de (o cerca de) la categoría B.

**Ejemplo de Consideraciones de Calificación para Créditos Altamente Especulativos**

Factor	B+	B	B-
Modelo de Negocio	<p><b>Robusto</b> El modelo de negocio y el sector muestran resiliencia ante deterioros más pronunciados o prolongados. Las condiciones económicas estresadas o la entrada de competidores no afectan los márgenes operativos ni el flujo de efectivo. Sin embargo, el perfil de negocio conserva características que impiden que la calificación llegue a la categoría BB, como la escala y diversificación limitadas en relación con empresas más grandes. Dichos elementos pueden amenazar la resiliencia del perfil de negocio a largo plazo.</p>	<p><b>Sostenible</b> El modelo de negocio permanece intacto si es sometido a un estrés razonablemente previsible (por ejemplo, recesión cíclica, disrupción tecnológica o regulatoria, riesgos operacionales seculares). El negocio tendrá algunas fortalezas operativas clave (por ejemplo, diversificación de productos o mercados finales, posicionamiento/participación clara en el mercado, marca reconocida, exposición moderada a gastos discrecionales, liderazgo en costos, base de costos parcialmente flexible, barreras de entrada altas o productos especializados que conduzcan a márgenes por encima del promedio de sus similares) que permiten a la empresa tener cierta capacidad de resiliencia de ganancias/márgenes a lo largo del ciclo.</p>	<p><b>Intacto</b> El perfil de negocio está intacto pero, si es sometido a un estrés razonablemente previsible, comienza a mostrar características más afines a un modelo de negocio "fracturado" de CCC. Debilidades clave pueden incluir un tamaño pequeño, exposición a productos discrecionales, barreras de entrada bajas/riesgo de sustitución alto, y concentración geográfica o por producto. El desempeño puede ser volátil en condiciones económicas desafiantes (ej. ventas en tiendas comparables negativas, presión en el margen, transición tecnológica), pero hay cierta certeza de que el negocio podría desempeñarse cuando las mismas se vuelvan más benignas.</p>
Riesgo de Ejecución de Estrategia	<p><b>Limitado</b> La administración tiene un historial de implementar generalmente una estrategia coherente y exitosa. Cualquier reestructuración/ iniciativa ahorro de costos o plan de expansión tiene un resultado claro, predecible y conlleva un riesgo operacional limitado. La administración tiene la flexibilidad para retrasar ligeramente dichos planes sin comprometer el modelo de</p>	<p><b>Moderado</b> La compañía tiene suficiente flexibilidad financiera para permitirle competir con sus pares más grandes/mejor capitalizados en la inversión de productos o la expansión de la marca, o superar los desafíos previsibles de sus planes.</p>	<p><b>Significativo</b> La compañía tiene capacidad limitada para mitigar los riesgos de ejecución mientras está aún en proceso de desapalancamiento. Puede que la administración haya iniciado planes de reorganización que podrían resultar exitosos, pero que conllevan un riesgo de ejecución significativo y costoso. La falta de estrategia o la incapacidad de reestructuración podrían poner en peligro el perfil</p>

Ejemplo de Consideraciones de Calificación para Créditos Altamente Especulativos

Factor	B+	B	B-
	negocio y el desempeño general de la compañía.		de desapalancamiento, pero no deberían conducir a un consumo sostenido de efectivo.
Perfil de Flujo de Efectivo	<p><b>Consistentemente positivo</b></p> <p>La compañía puede generar flujo de fondos libre positivo antes de dividendos (incluso si se trata de ventas de un solo dígito bajo) a lo largo del ciclo, incluso durante periodos de desaceleración más pronunciados/prolongados o bajo escenarios de calificación de "estrés". Esto puede ser respaldado por un flujo de ingresos recurrentes, márgenes operativos altos, un modelo de negocio de activos livianos con una conversión de efectivo saludable o la capacidad de preservar efectivo conservadoramente en periodos de estrés.</p>	<p><b>Neutral a positivo</b></p> <p>La compañía puede mantener el flujo de fondos libre antes de dividendos de neutral a positivo incluso en periodos de estrés económico moderado, a menudo indicado por haberlo hecho en el pasado. Los factores de respaldo incluyen la capacidad para administrar activamente el capital de trabajo, un historial probado de reducción de costos, la capacidad para reducir el capex discrecional o de expansión (por ejemplo, el despliegue de tiendas), márgenes altos y apalancamiento operacional bajo.</p>	<p><b>Volátil</b></p> <p>La compañía es un agente tomador de precios con capacidad limitada para transferir precios de mercado más bajos a proveedores o mayores costos de insumos a los clientes. Puede sufrir de un apalancamiento operativo alto, así como tener compromisos de capital elevados y enfrentar dificultades en la administración del capital de trabajo bajo estrés económico. Resulta difícil una generación consistente de flujo de fondos libre a través del ciclo.</p>
Perfil de Apalancamiento	<p><b>Plan claro de desapalancamiento</b></p> <p>El apalancamiento alto se ve mitigado por un plan claro de desapalancamiento que, según Fitch, es creíble y/o predecible. Alternativamente, la compañía tiene un apalancamiento financiero moderado en relación con otros emisores B en el sector. Si es una compra apalancada, el nivel de apalancamiento puede ser consistente con una categoría BB en el horizonte de calificación.</p>	<p><b>Capacidad de desapalancamiento</b></p> <p>El apalancamiento actual es alto, pero es probable que siga siendo consistente con una calificación B durante el ciclo. Ha demostrado una capacidad de desapalancamiento bajo la estructura de capital actual (y tal vez previa).</p>	<p><b>Alto pero sostenible</b></p> <p>Las métricas de apalancamiento son débiles en relación con las del sector y pares calificados y podrían rápidamente parecer vulnerables a condiciones del mercado de capitales en deterioro. El apalancamiento disminuye, aunque lentamente, bajo condiciones económicas favorables. Bajo estrés, el apalancamiento alto dejaría un margen limitado de seguridad para evitar un riesgo creciente de incumplimiento.</p>
Gobierno Corporativo y Política Financiera	<p><b>Comprometido</b></p> <p>La administración y los accionistas han expresado explícitamente un compromiso para reducir la deuda en el tiempo y/o no recibir dividendos, y Fitch cree que dichos planes son creíbles dadas su trayectoria e historial debido a algunas protecciones específicas del acreedor en la documentación (por ejemplo, <i>covenants</i>, barrido de efectivo). Las prácticas de gobierno, por ejemplo, la falta de directores independientes en el consejo, impiden que la compañía alcance la categoría BB.</p>	<p><b>Cierto compromiso de desapalancarse</b></p> <p>Existe un claro vínculo entre los objetivos de administración y propiedad. Los propietarios están dispuestos a sufrir dilución de capital como una táctica de desapalancamiento. Si se trata de una compra apalancada reciclada, tiene un registro de prepagos de deuda voluntaria en estructuras de compras apalancadas anteriores. Existe una estrategia de patrocinio para financiar fusiones y adquisiciones o planes de expansión a través de efectivo generado internamente en lugar de reapalancar a través de nueva deuda. Sin embargo, a pesar de la intención de reducir generalmente la deuda a lo largo del tiempo, la administración/patrocinadores siguen siendo oportunistas en cuanto a las adquisiciones financiadas parcialmente con deuda o el pago de dividendos según lo autorizado por los contratos de préstamos y bonos.</p>	<p><b>Agresivo</b></p> <p>Hay evidencia de que existe una estrategia financiera agresiva y la intención de mantener un apalancamiento financiero alto, por ejemplo, fusiones y adquisiciones o planes de expansión financiados completamente con deuda, pagos de dividendos regulares o especiales financiados con deuda y otras formas de distribución de efectivo a los accionistas, incluso si son implementadas dentro de las restricciones de la documentación de préstamos y bonos.</p>
Riesgo de Refinanciamiento	<p><b>Limitado</b></p> <p>La compañía puede reducir el apalancamiento a niveles de tolerancia del mercado para un sector determinado y de manera oportuna (es decir, antes de los vencimientos de la deuda), incluso durante condiciones adversas en los mercados de capitales. Un costo de deuda materialmente</p>	<p><b>Manejable</b></p> <p>La compañía puede desapalancarse aún más hacia supuestos más conservadores y refinanciar en condiciones de mercado de capitales menos favorables en el momento en que vencen los vencimientos. Debería poder refinanciar incluso a un costo mayor y mantener flujo de fondos libre positivo.</p>	<p><b>Alto</b></p> <p>El desapalancamiento será lento bajo el escenario base de Fitch. La empresa confía en que las condiciones del mercado crediticio sean altamente favorables cuando las amortizaciones lleguen a su vencimiento. Un costo mayor de la deuda podría ser perjudicial para la generación de</p>

Ejemplo de Consideraciones de Calificación para Créditos Altamente Especulativos

Factor	B+	B	B-
	más alto no evitaría la generación positiva de flujo de fondos libre. Para una compra apalancada, la compañía puede tener un perfil de apalancamiento al momento de "salida" que permite a los patrocinadores contemplar razonablemente una oferta pública inicial.		flujo de fondos libre, pero no debería dar lugar a periodos prolongados de consumo de efectivo.
Liquidez	<p><b>Cómoda</b></p> <p>El nivel de efectivo en el balance general es holgado y excede los requisitos mínimos de efectivo operacional. Las condiciones adversas de operación (o de financiación) no impiden que la compañía realice negocios y cumpla con las obligaciones a corto plazo a partir del efectivo disponible o del flujo de efectivo interno sin requerir la venta de activos o el retiro de fondos.</p> <p>Las líneas de crédito comprometidas no utilizadas siguen disponibles debido al margen amplio de los <i>covenants</i> y es posible el acceso a fuentes adicionales de financiamiento.</p>	<p><b>Satisfactoria</b></p> <p>Algunas reservas de liquidez están disponibles en caso de estrés financiero (por ejemplo, disponibilidad de líneas de crédito revolventes, eliminación de activos). Existe suficiente disponibilidad bajo líneas de crédito comprometidas y margen de maniobra según los convenios para cubrir temporalmente los requisitos de liquidez a corto plazo.</p>	<p><b>Limitada</b></p> <p>El deterioro de las condiciones económicas o de negocio podría presionar la liquidez y la compañía tiene alternativas limitadas de fuentes de capital (falta de activos valiosos, apoyo de accionistas poco probable). La disponibilidad de líneas de crédito comprometidas podría estar limitada para mantener el cumplimiento de los <i>covenants</i>.</p>

Fuente: Fitch Ratings.

Consideraciones Clave de Calificación para Créditos en Estrés

Factor	CCC+	CCC	CCC-	CC
Modelo de Negocio	<b>Redimible</b> Clara evidencia de deterioro pero las tendencias cíclicas o las iniciativas de reestructuración implican que el negocio es redimible. Se espera que los activos operativos principales, la marca y la posición en el mercado sobrevivan a una reestructuración. El desempeño presenta operaciones principales estables o signos alentadores de un cambio exitoso. Las perspectivas de cambio pueden ser soportadas por una consolidación del sector.	<b>En riesgo</b> Se evidencian deficiencias importantes en la oferta de productos no competitivos, una posición de mercado debilitada y una base de clientes en deterioro. La reorganización operacional ha sido hasta ahora inefectiva o insuficiente para contrarrestar el declive en el desempeño operativo. El negocio no está posicionado para recuperarse.	<b>Interrumpido</b> Puede que ya no sea viable. Pérdidas severas de participación de mercado o clientes requieren acciones correctivas inmediatas. Hay una ventana limitada para que sea posible un cambio a un nuevo modelo de negocio.	<b>Irredimible</b> La compañía tiene una capacidad limitada para operar en el día a día. La obsolescencia de producto, las restricciones regulatorias, los litigios adversos o la destrucción de la marca confirman que el modelo de negocio no es viable.
Riesgo de Ejecución de Estrategia	<b>Desafiante pero aún alcanzable</b> La reestructura es solo posible con un equipo de administración capacitado con un historial de cambios exitosos previos y experiencia relevante en el sector. Fitch cree que la administración ha identificado los defectos y tiene una posibilidad razonable de éxito para solucionarlos. La reestructuración puede financiarse con los recursos disponibles para la compañía.	<b>Incierto</b> Se anticipan una ejecución parcial o retrasos. La capacidad del equipo directivo es cuestionable y/o los incentivos de este no están alineados con los de los accionistas o los acreedores. Por ejemplo, el equipo directivo fue reemplazado recientemente, puede haber un historial de estrategias de cambio fallidas del mismo patrocinador y/o equipo directivo, o el negocio presenta inversión insuficiente para su sector y estrategia.	<b>Altamente especulativo</b> La estrategia es excesivamente ambiciosa o parece inalcanzable. La administración carece de la experiencia necesaria en el sector, conexiones en la industria o la experiencia para ejecutar el plan de reestructuración propuesto o no se ha propuesto ningún plan.	<b>No creíble</b> La administración ha abandonado una estrategia fallida, no tiene una nueva estrategia o la nueva estrategia es incoherente. La Junta Directiva puede haber removido al equipo de administración y los líderes clave, u otras partes interesadas clave en el negocio, pudieron haber salido.
Perfil de Flujo de Efectivo	<b>Mayormente negativo</b> La compañía tiene flujos de efectivo impredecibles y mayormente negativos con poco margen para mitigar los riesgos de mercado u operacionales. Existe poca visibilidad sobre el comportamiento de los clientes y/o proveedores que distorsiona los flujos de efectivo operativos. La compañía tiene cierto criterio a discreción en los gastos para reducir el ritmo de quema de efectivo.	<b>Constantemente negativo</b> El flujo de fondos libre es constantemente negativo debido a pagos excesivos de intereses en efectivo, dinámicas de capital de trabajo permanentemente adversas, incapacidad para reducir la inversión en capital y/o los costos de reestructuración.	<b>Aceleración de salidas de efectivo</b> Los rubros excepcionales y el bajo rendimiento operativo generaron flujo de fondos libre cada vez más incierto y negativo. Otros factores como pasivos contingentes, multas regulatorias, y capital de trabajo volátil pueden incrementar tanto el ritmo como la magnitud de las salidas de efectivo. Es improbable que una reducción del gasto discrecional, como el crecimiento de inversiones en capital (capex), detenga el impacto negativo en la liquidez.	<b>Salida de flujos irreversible</b> La magnitud de los gastos obligatorios, como los pagos a proveedores, las autoridades fiscales, los reguladores u otras partes, excede por mucho la capacidad de la empresa para generar efectivo.
Perfil de Apalancamiento	<b>Desviación significativa</b> El perfil de apalancamiento se considera excesivo frente al del sector y de sus pares calificados, con perspectivas poco claras de desapalancamiento en el caso de calificación. En condiciones de negocio, económicas y financieras estables, la empresa puede soportar el	<b>Insostenible</b> La estructura de capital es insostenible y excede las propiedades generadoras de efectivo del negocio. El apalancamiento no se reduce o incluso aumenta debido a un componente de deuda de pago en especie, una dependencia continua de deuda adicional para cerrar	<b>Desproporcionado y creciente</b> Apalancamiento financiero desproporcionado, que aumenta de forma consistente independientemente del entorno comercial y económico subyacente. El incumplimiento de pago bajo obligaciones financieras es una posibilidad real en los próximos	<b>Irrecuperable</b> Una disminución persistente en el desempeño operativo combinado con términos onerosos de la deuda, incluido el aumento de los intereses de pagos en especie, los dividendos preferentes acumulados, y la terminación de líneas de crédito no comprometidas, no deja posibilidad de reembolso. El incumplimiento

Consideraciones Clave de Calificación para Créditos en Estrés

Factor	CCC+	CCC	CCC-	CC
	sobreapalancamiento del balance general durante varios años, o hasta el vencimiento de la deuda, sin incurrir en un incumplimiento de pagos.	brechas de liquidez o un flujo de efectivo en deterioro bajo el caso de calificación. El incumplimiento de pago de obligaciones financieras es una posibilidad real en los próximos 12 a 36 meses, aun en condiciones estables del negocio, económicas y financieras.	12 a 24 meses, a menos que se reestructure.	principal se espera dentro de 12 meses.
Gobierno Corporativo y Política Financiera	<b>Ineficaz</b> Los planes de la administración carecen del detalle suficiente para preservar el efectivo o para racionalizar la estructura de capital. La inyección de capital de los accionistas existentes puede proporcionar una cura financiera temporal ante el estrés. Sin embargo, en el mediano plazo, no es suficiente proteger la posición de los acreedores. Los inversionistas de capital respaldan el plan de reestructuración, pero el alcance de ese apoyo puede ser incierto.	<b>Con falta de compromiso</b> Conflictos entre los administradores del negocio y los propietarios evidencian la ausencia de compromiso en el lado del capital. Puede haber la percepción de que los propietarios “se han retirado”. Existe una capacidad o disposición limitada de los accionistas para subsanar el estrés financiero a causa de la magnitud de las pérdidas económicas o financieras a atender o poca importancia estratégica de la compañía para los propietarios.	<b>Hostil</b> La relación entre los administradores del negocio y los propietarios es perjudicial para la ejecución de la política financiera. No hay perspectivas realistas de asegurar nuevo capital de inversionistas existentes o nuevos para subsanar las dificultades financieras. Múltiples partes interesadas pueden estar siguiendo simultáneamente cursos de acción divergentes y contradictorios. Una base de inversionistas fragmentada puede hacer que cualquier acuerdo sea altamente improbable.	<b>Inevitable reestructuración del balance general</b> La compañía ha contratado asesores de reestructuración de deuda para facilitar negociaciones con sus prestamistas o es probable que solicite la protección de los tribunales en los próximos 12 meses. Es probable que la compañía haya ingresado a procedimientos de preinsolvencia, celebrado un acuerdo de suspensión de pagos antes del incumplimiento del pago o anunciado planes para amortizar la deuda.
Riesgo de Refinanciamiento	<b>Opciones fuera de mercado</b> Una refinanciación oportuna es una posibilidad respaldada por cierta estabilización operacional y en términos de primas superiores a las vigentes en el mercado. Las opciones de refinanciamiento pueden incluir enmendar y extender transacciones. Los mercados de capitales se mantienen receptivos al emisor, con el respaldo de los rasgos del sector y/o la comprensión de los inversionistas del modelo de negocio y su comportamiento a lo largo del ciclo. Los altos valores de la empresa en el sector sugieren un valor de activo estratégico para un posible comprador comercial o monetización de activos.	<b>Excesivo</b> El refinanciamiento oportuno parece menos probable, aunque posible a tasas por encima del mercado implícitas por precios del mercado secundario. Métricas financieras adicionales al apalancamiento y cobertura de interés limitan la capacidad para refinanciar, tales como la razón de deuda neta sobre EBITDA menos inversión de capital. Los inversionistas podrían evitar al emisor por factores idiosincrásicos o del sector, debido a expectativas de retornos inciertos.	<b>No disponible</b> El refinanciamiento es considerado poco probable con el apalancamiento en su nivel actual, aunque se necesita dentro de los próximos 12 a 24 meses. Independientemente de las condiciones del mercado de capitales prevacientes en ese momento, los inversionistas se están retirando del sector o es poco probable que comprometan fondos adicionales debido a problemas de crédito idiosincrásicos del emisor. El mercado secundario implica pagos de intereses no servibles. No existe una liquidez observable y no se dispone de financiación en condiciones de plena competencia; sin embargo, sigue existiendo la posibilidad de que terceros puedan proporcionar ayuda, como inversionistas estratégicos. Tal apoyo puede tomar la forma de curas de capital, deuda subordinada de alto costo o ventas de activos. La compañía tiene un valor del capital negativo o el múltiplo de apalancamiento es mayor que el múltiplo de valor de la compañía.	<b>Inminente</b> En combinación con el estrés inherente de las características crediticias de CCC-, los vencimientos que excedan la liquidez disponible ocurrirán en los próximos 12 meses. Además, no hay soporte creíble de terceros.

Consideraciones Clave de Calificación para Créditos en Estrés

Factor	CCC+	CCC	CCC-	CC
Liquidez	<p>Margen mínimo</p> <p>Las reservas de liquidez proyectadas son suficientes para realizar los pagos de intereses y cubrir inversiones de mantenimiento esenciales. Cualquier deficiencia del desempeño en relación con el plan de negocio puede agotar el margen restante. Debido al deterioro de la generación de la liquidez interna, no hay suficientes recursos para cumplir con los pagos de capital a corto plazo o financiar gastos extraordinarios adicionales importantes. Las perspectivas de asegurar fuentes adicionales de liquidez siguen siendo remotas. Las líneas de crédito comprometidas pueden estar ya parcialmente utilizadas y el repago parece improbable.</p>	<p>Escasa/financiada parcialmente internamente, toda la deuda comprometida y deuda no comprometida utilizada) es suficiente solo para posponer, pero no para evitar, una crisis de liquidez. La venta de activos para asegurar liquidez adicional representa un riesgo de ejecución alto debido a precio actual de los activos desfavorable a causa de factores como sobrecapacidad, etapa baja del ciclo y/o precios de materias primas actualmente deprimidos. El emisor está recurriendo a fuentes de liquidez de un solo uso, tales como retiros de créditos revolventes u otras líneas de crédito comprometidas o venta de activos.</p>	<p>Sin fondos</p> <p>Una crisis de liquidez es percibida como inevitable en los próximos 12 a 24 meses, a menos que se produzca un cambio fundamental, como un nuevo soporte de terceros. Fuentes alternas de liquidez han sido exploradas y se ha comprobado que no son efectivas o no están disponibles. El deudor ha comenzado a tomar acciones para disminuir el valor o posiblemente hostiles hacia los intereses de los acreedores.</p>	<p>De facto insolvente</p> <p>Los estados financieros contienen una opinión calificada o los auditores expresan incertidumbre con respecto a la capacidad de la compañía para seguir funcionando como una empresa en marcha. Quedan menos de 12 meses de liquidez y se han agotado todas las vías para obtener fondos adicionales. Solo una intervención extraordinaria de un tercero puede evitar una crisis de liquidez.</p>

Fuente: Fitch Ratings.

## Apéndice 3: Canje Forzoso de Deuda

Esta sección describe nuestra metodología para la calificación de emisores y cualquier instrumento específico que se vea afectado por canjes forzosos de deuda (DDE; *Distressed Debt Exchanges*). La aplicación de esta metodología está restringida a los emisores que tienen instrumentos y otras obligaciones financieras propiedad de terceros inversionistas que generalmente se espera que ejerzan todos los recursos que tengan disponibles.

Al considerar si una reestructuración de deuda debe clasificarse como DDE, Fitch espera que apliquen las dos siguientes condiciones:

- la reestructuración o canje impone un deterioro material en los términos comparados con los términos contractuales originales; y
- la reestructuración o el canje se lleva a cabo para evitar un proceso de quiebra, de insolvencia o de intervención, o un incumplimiento de pagos tradicional.

Cuando se anuncia un canje o una oferta pública que Fitch considera de tipo forzoso, la IDR generalmente se bajará a 'C'. La finalización del DDE generalmente da como resultado que un IDR se reduzca a 'RD' (*Restricted Default*). Las calificaciones de los instrumentos afectados se modificarán en consecuencia. Poco después de que se complete el DDE, se volverá a calificar la IDR del emisor y se subirá a un nivel que refleje la nueva estructura de capital, generalmente a una categoría grado especulativo baja.

La aplicación más común de esta metodología es para los DDE de bonos y préstamos bancarios, pero esto no excluye la aplicación de la metodología a otras clases de obligaciones, como arrendamientos u otros contratos importantes. Sin embargo, en muchos de estos casos, la diferencia entre un DDE y una sólida negociación bilateral no pública que ocurre en el curso normal de los negocios puede ser leve. En estas circunstancias, solo se llamará DDE cuando exista evidencia convincente de su existencia.

### Metodología DDE para Bonos

#### *Reducción Sustancial en los Términos*

Una reducción sustancial en los términos podría presentar cualquiera de los puntos mencionados a continuación o una combinación de estos:

- Reducción del principal;
- Reducción de intereses o comisiones;
- Extensión de la fecha de vencimiento;
- Cambiar de la modalidad de pago en efectivo por pago en especie, descuento u otra forma de pago que no sea en efectivo;
- Canje de deuda por acciones, híbridos u otros instrumentos;
- Una oferta de canje en efectivo menor que el valor nominal, si la aceptación está condicionada a un monto mínimo total intercambiado, o si se combina con una solicitud de consentimiento para la enmienda de resguardos restrictivos. Si alguna de estas condiciones no es evidente, entonces la oferta de canje en efectivo por menos del valor nominal no constituirá un DDE, a menos que otras circunstancias indiquen que la falta de participación en la licitación de un porcentaje importante de acreedores probablemente contribuiría a que la entidad incurra en incumplimiento; y / o
- Ofertas de canje o de canje en efectivo que solo se aceptan si el tenedor de bonos acepta enmiendas al contrato que deterioran materialmente la posición de los tenedores que no licitan.

Fitch revisará las circunstancias de cualquier oferta de canje y considerará el impacto de cada uno de estos factores.

El propósito de esta prueba es excluir situaciones en las que un inversionista recibe una compensación justa por aceptar una oferta y, al menos, es indiferente respecto de lo que se ofrece y los términos contractuales originales. En la práctica, sin embargo, este juicio puede ser muy subjetivo y depender de factores tales como la percepción de los inversionistas o del mercado y el apetito por el riesgo crediticio del emisor, o el valor atribuible al otorgamiento de garantías adicionales.

Nuestro supuesto cuando cualquiera de los factores anteriores está presente es, por lo tanto, que ha habido una reducción significativa de los términos, a menos que se pueda demostrar claramente que los acreedores probablemente serían indiferentes entre los términos antiguos y los nuevos. La probabilidad de esto es más remota para un emisor en problemas.

### ***Gestión para Evitar la Quiebra, Procedimientos Similares de Insolvencia o Intervención, o un Incumplimiento de Pago Tradicional***

La prueba está diseñada para excluir situaciones en las que las compañías en condiciones operativas estables lleven a cabo ofertas para modificar los términos de sus bonos para aprovechar los precios del mercado, exceso de liquidez, conveniencia u otros factores. No consideramos estas situaciones como DDE.

Esta prueba analiza si los inversores enfrentan una elección genuina entre los términos propuestos y los términos contractuales originales, o si la falta de aceptación de la oferta por parte de una proporción significativa del grupo de acreedores pondría en duda la capacidad del emisor para cumplir con los términos contractuales originales.

Las indicaciones de que esto puede ser un DDE incluyen un emisor que hace declaraciones públicas explícitas de que puede verse obligado a incumplir un instrumento si el canje no se completa, o un emisor que tiene un perfil de liquidez insostenible.

### **Metodología DDE para Líneas de Crédito Revolventes y Préstamos a Largo Plazo**

#### ***Reducción Sustancial en los Términos***

Una reducción sustancial en los términos, por sí sola, no es suficiente para que una enmienda a un crédito revolvente o préstamo a largo plazo se clasifique como DDE. La flexibilidad de los préstamos en comparación con los bonos, y la frecuencia con la que se modifican los préstamos en todo el espectro de calidad crediticia, dificulta tener una determinación categórica de un DDE para un préstamo.

Por ejemplo, la extensión del plazo y la reducción del interés de un préstamo revolvente podrían ser el resultado de una mejora o de un deterioro de la calidad crediticia, y los incumplimientos que no sean de pagos, sino que resulten de violaciones de los resguardos, son por lo general exonerados o enmendados. Las enmiendas a las fechas de vencimiento y los precios son comunes para las líneas de crédito por una variedad de razones (incluido el hecho de que el emisor aproveche las mejoras en la calidad crediticia, por ejemplo).

Además de los ejemplos en la sección de bonos, una reducción sustancial en los términos podría presentar cualquiera o una combinación de lo siguiente:

- La introducción del interés mediante pago de interés en especie, o *payment-in-kind interest (PIK interest)* -, pero no el ejercicio de una opción de PIK previamente acordada;
- Un intercambio de deuda por capital.

### ***Gestión para Evitar la Quiebra, Procedimientos Similares de Insolvencia o Intervención, o un Incumplimiento de Pago Tradicional***

Una reducción significativa en los términos por sí sola no se consideraría un DDE a menos que esté presente uno o una combinación de los siguientes factores:

- La intención declarada del emisor de declararse en quiebra si no se acepta la enmienda del préstamo;

- Una reducción en los términos junto con un canje de bonos concurrente considerado como DDE;
- Compensación superior al valor de mercado (por ejemplo, la entrega de acciones adicionales, en lugar de la entrega sólo a cambio de deuda, o intereses sustancialmente por encima del mercado);
- Una reducción significativa en los términos junto con un deterioro evidente y significativo de la calidad crediticia; y / o
- Uso de un proceso judicial formal (incluyendo formas de acuerdos europeos previos a la insolvencia) para cambiar los términos contractuales originales para imponer cambios a los acreedores fuera de un marco formal de quiebra o insolvencia (como el Capítulo 11 en los EE. UU.).

### Consideraciones Adicionales para Otras Obligaciones Financieras

Los factores que sugieren un DDE para obligaciones, como los arrendamientos incluyen:

- Un proceso público o semipúblico;
- La participación de todos o una parte sustancial de una o más clases de deudores;
- Referencia escrita explícita del proceso que se realiza para evitar el incumplimiento;
- El uso de un proceso sancionado o supervisado por la corte; y / o
- La posibilidad de que algunos miembros de una clase de acreedores se vean obligados a participar en un intercambio contra su voluntad por mayoría de votos.

### Implicaciones de las Calificaciones

#### IDRs

##### Antes de la Ejecución

Ante el anuncio de una posible oferta de canje de deuda que Fitch determina ser un DDE, la IDR generalmente se bajará a la categoría 'C'. En situaciones en las que la conclusión de un DDE está sujeta a una incertidumbre sustancial -por ejemplo, debido a un nivel mínimo de aceptación que la agencia cree que no se puede alcanzar- se puede utilizar una Observación Negativa como alternativa a reducir la IDR a 'C'.

Para corporativos no financieros, una propuesta DDE puede dirigirse a una o más emisiones de deuda dentro de la estructura de capital de múltiples niveles del emisor y ciertas emisiones de deuda no se ven afectadas. En tales casos, para reflejar la probabilidad del incumplimiento inminente, la IDR del emisor se reducirá a 'C' como se describió anteriormente, pero las calificaciones de los instrumentos no afectados pueden permanecer en sus niveles de calificación existentes y pueden colocarse en Observación. Una Observación Negativa o Positiva para las emisiones no afectados puede reflejar las calificaciones potenciales después del DDE, dependiendo de la visibilidad analítica de la estructura de capital posterior al DDE en el momento de esta acción de calificación.

Las calificaciones de instrumentos no afectados podrían temporalmente extender las mejoras de recuperó más allá de los criterios normales establecidos en el *Recovery Ratings Criteria*, pero para no generar volatilidad en las calificaciones, estas calificaciones de instrumentos pueden permanecer en el mismo nivel de calificación por hasta 90 días. Si el DDE no se ejecuta dentro de los 90 días, Fitch revisará la ejecución y el momento del DDE, así como la posibilidad de que las calificaciones de los instrumentos no afectados mantengan su calidad crediticia. El IDR cambia cuando se ejecuta la transacción de DDE, incluido el registro de su 'RD', pero las calificaciones de los instrumentos no afectados no cambiarán a menos que su calidad crediticia cambie como resultado del perfil posterior a la ejecución. Fitch espera que esta situación se aplique a las entidades corporativas no financieras con IDR de 'B-' y menores.

### **En el Momento de la Ejecución**

Al completar el intercambio, el IDR se reducirá a 'RD' para registrar el evento de incumplimiento a menos que el IDR del emisor ya esté en 'RD' porque el incumplimiento ya ha ocurrido en otra forma (por ejemplo, incumplimiento en el pago del cupón).

### **Después de la Ejecución**

Una vez se disponga de información suficiente, la calificación de 'RD' se actualizará para reflejar la IDR adecuada para la estructura de capital del emisor posterior al canje, el perfil de riesgo y las perspectivas de acuerdo con las metodologías relevantes de Fitch.

Al mismo tiempo que se asigna la nueva IDR, se pueden ajustar todas las calificaciones de las emisiones relacionadas, incluidas las que no formaron parte del canje, para garantizar que todas las calificaciones sean consistentes con los lineamientos de escalonamiento (*notching*) aplicables en las metodologías relevantes. Es difícil definir con precisión el período de tiempo que la IDR permanecerá en 'RD' antes de que se asigne la nueva IDR posterior al canje. Sin embargo, puede ocurrir simultáneamente (es decir, la IDR se reduce a 'RD' y luego se actualiza a su nuevo nivel posterior al intercambio el mismo día y en un único comentario de acción de calificación o RAC; *rating action commentary*).

Si el DDE no se cierra, Fitch revisará las perspectivas de liquidez y solvencia del emisor y asignará la IDR adecuada.

### **Emisiones de Bonos**

**Bonos Entregados en el Proceso de Canje** Es probable que las calificaciones de los instrumentos de un emisor que están sujetos a un posible DDE se reduzcan a un grado especulativo muy bajo, generalmente en el rango de 'C' a 'CCC', con el anuncio del DDE. Una vez finalizado el canje, las calificaciones de los instrumentos sujetos al DDE bajarán a un nivel consistente con los instrumentos que no están siendo servidos o en incumplimiento, si es que todavía no se encuentran en ese nivel (consulte las Definiciones de Calificación de Fitch en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)). En la mayoría de los casos, es probable que sea 'CC' o 'C'. Cuando la calificación de un instrumento no incorpora perspectivas de recupero, como es el caso de la mayoría de las calificaciones de finanzas públicas e infraestructura global, la calificación del instrumento se establecerá en 'D', como lo indican las metodologías aplicables.

Las calificaciones de las emisiones se retirarán luego de un corto tiempo, lo que refleja que esos instrumentos se han terminado en el intercambio, si se cambió toda la emisión.

### **Bonos No Entregados en el Proceso de Canje**

Las calificaciones de instrumentos que no se entregaron en el canje y continúan siendo servidos se mantendrán en un grado especulativo muy bajo, generalmente en el rango 'C' a 'CCC', hasta que se complete el canje. Luego se calificarán de acuerdo con las metodologías aplicables que reflejen, cuando corresponda, la estructura de emisión específica y las perspectivas de recupero, así como el nuevo perfil financiero y operativo/negocio del emisor. En el caso de que no haya suficiente información disponible para que Fitch pueda mantener las calificaciones de cualquier emisión de bonos no entregados en el proceso de canje, la agencia retirará las calificaciones de estas obligaciones.

Más arriba se detalla el tratamiento de la deuda no afectada para los corporativos no financieros con estructuras de capital de niveles múltiples.

### **Nuevas Emisiones de Bonos**

Cualquier nueva emisión de bonos o préstamo resultante de un DDE se calificará según las metodologías aplicables en el perfil financiero y operativo/negocio del emisor después del canje, contemplando la estructura de la emisión y las perspectivas de recupero, cuando corresponda. No es relevante para la calificación que el emisor o la nueva emisión del instrumento sea producto de un DDE.

---

## Apéndice 4: Guía de Indicadores Crediticios

Fitch utiliza una variedad de medidas cuantitativas del flujo de efectivo, ganancias, apalancamiento y cobertura para evaluar el riesgo crediticio. Las secciones siguientes resumen las métricas crediticias clave utilizadas para analizar el riesgo de incumplimiento crediticio.

Dadas las limitaciones del EBITDA como una medida pura de flujo de efectivo, Fitch utiliza otros indicadores con el propósito de evaluar la capacidad de servicio de la deuda. Estos incluyen el flujo generado de las operaciones (FGO), el flujo de caja operativo (FCO) y flujo de fondos libre (FFL), junto con indicadores de apalancamiento y cobertura basados en aquellas medidas que son más relevantes que los indicadores basados en EBITDA para medir la capacidad del servicio de la deuda y, por lo tanto, el riesgo de incumplimiento.

## Definiciones de Medidas de Flujo de Efectivo

	Ingresos
-	Gastos operacionales
+	Depreciación y amortización
+	Arrendamientos a largo plazo <sup>a</sup>
=	<b>EBITDAR Operacional</b>
+/-	Dividendos recurrentes de compañías asociadas menos distribuciones a participaciones minoritarias <sup>b</sup>
-	Intereses pagados en efectivo, netos de intereses recibidos
-	Impuestos pagados en efectivo
-	Arrendamientos a largo plazo <sup>a</sup>
+/-	Otros cambios antes del flujo generado por las operaciones <sup>c</sup>
=	<b>Flujo Generado por las Operaciones (FGO)</b>
+/-	Capital de trabajo
=	<b>Flujo de Caja Operativo (FCO)</b>
+/-	Flujo de caja no operativo
-	Inversiones de capital
-	Dividendos ordinarios pagados a accionistas de la matriz
=	<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>
+	Ingresos por ventas de activos
-	Adquisiciones de negocio
+	Ventas de negocio
+/-	Rubros excepcionales y otros flujos de efectivo
=	<b>Entrada/Salida de Efectivo Neto</b>
+/-	Emisión de acciones/(recompra)
+/-	Movimientos de tipo de cambio
+/-	Otros rubros que afectan el flujo de efectivo <sup>d</sup>
=	<b>Variación neta de deuda</b>
	Deuda neta inicial
+/-	Variación neta de deuda
	<b>Deuda neta final</b>

<sup>a</sup> Estimación del analista sobre los arrendamientos a largo plazo. Incluye la depreciación e intereses de arrendamiento NIIF 16 / ASC 842. <sup>b</sup> Los dividendos de compañías asociadas pueden ser excluidos del EBITDA, FGO y FCO si no son operacionales ni recurrentes. <sup>c</sup> Saldo implícito para conciliar el EBITDAR operacional con el FCO. <sup>d</sup> Saldo implícito para conciliar el FFL con la variación neta de deuda.

Fuente: Fitch Ratings.

## Definiciones de Conceptos Clave

<b>EBITDA y EBITDAR Operativo</b>	<p>El EBITDA operativo es una medida ampliamente utilizada para medir la capacidad no apalancada y antes de impuesto que tiene un emisor para generar efectivo de sus actividades operativas. Generalmente, al calcular el EBITDA operacional, Fitch excluye los rubros extraordinarios, tales como castigos y gastos de reestructuración, salvo que un emisor presente de manera recurrente gastos considerados de una sola vez, lo que indica que los rubros no son de naturaleza inusual. Fitch también excluiría los movimientos en el valor razonable contenidos en la utilidad operativa. El EBITDA operativo de Fitch se calcula después de deducir el gasto de arrendamiento estimado basado en la depreciación de los activos arrendados más los intereses sobre los pasivos por arrendamiento.</p> <p>El uso del EBITDA operativo más los gastos de arrendamiento estimado (EBITDAR, incluyendo los pagos de arrendamientos minoritarios) mejora la comparabilidad entre las diferentes industrias (por ejemplo, comercio minorista y manufactura) que muestran distintos niveles promedio de financiamiento de arrendamientos y dentro de industrias (por ejemplo, las aerolíneas) en las que algunas compañías usan el financiamiento de arrendamientos más que otras.</p>
<p><b>Flujo Generado por las Operaciones</b> Después de intereses e impuestos, antes de capital de trabajo</p>	<p>FGO es la medida fundamental del flujo de efectivo de las empresas, después de cubrir los gastos operativos, incluyendo los gastos estimado de arrendamiento, impuestos e intereses. El FGO se mide después de pagos de impuesto en efectivo, efectivo recibido de asociadas, intereses y dividendos preferentes pagados, así como después de dividendos pagados a participaciones minoritarias, pero antes de las entradas y salidas relacionados a capital de trabajo. El cómputo de Fitch resta o agrega de nuevo una cantidad con el fin de excluir las entradas o salidas de efectivo que no correspondan a la actividad principal u operacional del emisor. El FGO brinda una medida de la capacidad que tiene un emisor de generación de efectivo operativo antes de los requerimientos de reinversión y de la variación del capital de trabajo. Al usarlo en los indicadores de cobertura de interés y apalancamiento, el interés neto se devuelve al numerador.</p>
<b>Capital de Trabajo</b>	<p>Fitch calcula el cambio en el capital de trabajo a través de los cambios anuales en las cuentas por cobrar, el inventario, las cuentas por pagar y cualquier otro rubro de capital de trabajo relevante. También incluye ajustes analíticos que afectan al capital de trabajo, tales como el las operaciones de <i>factoring</i>, en el que las cuentas por cobrar vendidas se vuelven a sumar a las cuentas por cobrar comerciales para revertir el efecto del <i>factoring</i> en el capital de trabajo.</p>
<p><b>Flujo de Caja Operativo</b> Después de intereses, impuestos y capital de trabajo</p>	<p>El FCO representa el flujo de efectivo disponible de las operaciones principales después de realizar todos los pagos relacionados con los requerimientos operativos corrientes del negocio, gasto estimado por arrendamientos, el efectivo recibido de compañías asociadas, las distribuciones de dividendos a participaciones minoritarias, intereses pagados, intereses recibidos, dividendos preferentes e impuestos. El FCO también se mide antes de las reinversiones en el negocio mediante inversiones de capital, antes de ingresos por venta de activos, antes de cualquier adquisición o venta de negocios, así como antes de servir al patrimonio con dividendos o recompra o emisión de acciones.</p>
<p><b>Flujo de Fondos Libre</b> Después de intereses, impuestos, capital de trabajo, inversiones de capital y dividendos</p>	<p>El FFL es la tercera medida de flujo de efectivo clave en la cadena. Mide el efectivo de operaciones del emisor después de las inversiones de capital, los gastos no recurrentes o no operacionales, y los dividendos. También mide el flujo de efectivo generado antes de considerar las adquisiciones de negocios, las ventas de negocios y cualquier otra decisión por parte del emisor para emitir o recomprar acciones, o generar un dividendo especial.</p>
<b>Liquidez</b>	<p>Los factores que contribuyen a la flexibilidad financiera son la capacidad para revisar los planes de inversiones de capital, las relaciones bancarias fuertes, el grado de acceso a una variedad de mercados de deuda y de capitales, líneas bancarias comprometidas de largo plazo, y la proporción de deuda de corto plazo en la estructura de capital. Estos temas se incorporan en el concepto de liquidez. El nivel de liquidez es calculado como el monto de efectivo disponible para servir o cumplir con obligaciones de deuda e intereses, incluyendo la disponibilidad bajo líneas de crédito comprometidas y después de considerar los vencimientos de deuda dentro del plazo de un año y la generación de flujo de fondos libre durante el próximo año.</p>
<p><b>Líneas de Crédito Bancarias Comprometidas</b></p>	<p>En el análisis corporativo y en algunos indicadores financieros, las fuentes de liquidez incluyen el espacio que se tiene, o los fondos no utilizados, bajo las líneas de crédito bancarias comprometidas relevantes para el período. Las líneas bancarias que (i) tienen un compromiso contractual de préstamo; (ii) con vencimiento mayor de un año; y (iii) Fitch considera que el banco relevante prestará dichas cantidades aun ante un incumplimiento de un <i>covenant</i> u otras consideraciones, se pueden incluir como fuentes de liquidez. No todos los países cuentan con líneas de crédito bancarias comprometidas a largo plazo.</p>
<p><b>Deuda Bruta y Deuda Neta Intereses pagados brutos y netos</b></p>	<p>La deuda representa la deuda total o deuda bruta, mientras que la deuda neta es la deuda total menos el efectivo (disponible/sin restricciones) con base en el efectivo disponible de Fitch. Este “efectivo disponible” puede ser ajustado por efectivo restringido o bloqueado, requerimientos de efectivo operacional dentro del grupo, y otras formas de efectivo no disponible libremente para reducción de deuda. Como una manera de reconocer las diferencias culturales en el enfoque de los analistas y los inversionistas en el mundo, Fitch evalúa varios indicadores de deuda tanto sobre una base de deuda bruta como neta. También se hacen distinciones entre los intereses pagados brutos y netos.</p>

Fuente: Fitch Ratings.

## Indicadores Principales de Apalancamiento y Cobertura

<b>FGO a Intereses Financieros Brutos</b>	Esta es una medida central de la flexibilidad financiera de una entidad. Compara la capacidad de generación de flujo operativo de un emisor (después de impuestos) con sus costos de financiamiento. Muchos factores influyen sobre la cobertura, incluyendo los niveles relativos de tasas de interés en diferentes jurisdicciones, la mezcla de financiamiento de tasa fija versus tasa variable, y el uso de deuda cero cupón o de pago en especie. Por esta razón, los indicadores de cobertura deben ser considerados junto con los indicadores de apalancamiento apropiados.
<b>FGO a Cargos Fijos</b>	Esta medida de flexibilidad financiera es particularmente relevante para las entidades que tienen niveles importantes de financiamiento de arrendamientos. Se debe destacar que este indicador produce inherentemente un resultado más conservador que el de cálculo de cobertura de interés (es decir, los indicadores de cobertura para estructuras de capital financiadas con deuda y aquellas financiadas con arrendamientos no son directamente comparables), puesto que todos los gastos de arrendamiento (es decir, el equivalente de la amortización de intereses y capital) se incluyen tanto en el numerador como en el denominador.
<b>Cobertura FFL de Servicio de Deuda</b>	Esta es una medida de la capacidad de un emisor para cumplir con sus obligaciones de servicio de deuda, tanto de interés como de capital, desde la generación de efectivo orgánico, después de las inversiones de capital (y asumiendo el servicio del capital accionario). Esto indica la dependencia de una entidad ya sea del refinanciamiento en los mercados de deuda o de capitales o de la conservación del efectivo alcanzado mediante la reducción de los dividendos comunes o las inversiones de capital o por otros medios.
<b>Apalancamiento (neto) Ajustado respecto al FGO o Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo</b>	Este indicador es una medida de la carga de la deuda de una entidad en relación con su capacidad para generar efectivo. Esta medida usa un equivalente de deuda ajustado por arrendamientos y tiene en cuenta el crédito de capital deducido de los instrumentos de deuda híbridos que pueden presentar características asimilables a capital y otras deudas fuera de balance. Los arrendamientos se capitalizan como un múltiplo del gasto de alquiler estimado, y el múltiplo depende de la industria y del entorno de tasas de interés como se establece en el Apéndice 1.1, excepto en los sectores de transporte donde se utiliza las normas de arrendamiento detalladas en las NIIF 16/ASC 842. Los indicadores basados en EBITDAR son calculados después de dividendos recurrentes recibidos de las asociadas/inversiones por método de participación patrimonial y dividendos pagados a intereses minoritarios (o, alternativamente, utilidad neta atribuible a los intereses minoritarios).
<b>Apalancamiento (neto) respecto al FGO o Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA Operativo</b>	Estos índices tienen una función similar y se definen de manera muy similar a los índices ajustados, aunque excluyen la deuda equivalente al arrendamiento en el numerador y / o el gasto de arrendamiento en el denominador. Estos indicadores son especialmente relevantes para los emisores que operan en un sector que utiliza el enfoque de arrendamientos-operativos (consulte el Apéndice 1 para obtener más detalles). Al igual que el EBITDAR, el EBITDA se calcula después de recibir dividendos recurrentes de las asociadas / inversiones por método de participación patrimonial y los dividendos pagados a minoritarios (o, alternativamente, la utilidad neta atribuible a minoritarios).
<b>Apalancamiento Ajustado por Pensiones</b>	Si los indicadores ajustados por pensiones son significativamente más altos que los de sus contrapartes sin ajustar a lo largo de varios años, se lleva a cabo una investigación más exhaustiva para entender los riesgos que enfrentará la empresa debido a su esquema de pensiones, incluyendo las obligaciones de fondeo de una empresa en la jurisdicción en la que opera, los rasgos inherentes en su estrategia de fondeo y, muy importante, las implicaciones que estos tienen en la salida de efectivo de los recursos de la empresa.

Fuente: Fitch Ratings.

Términos Financieros e Indicadores

Términos Principales

Término Definido por Fitch	Definición
EBIT Operativo	Utilidad bruta – gastos de venta, generales y administrativos o de operación y mantenimiento – gastos de desarrollo e investigación – provisión para deudas incobrables – depreciación de activos tangibles – amortización de activos intangibles – Depreciación de activos arrendados - Cargo por intereses sobre pasivos por arrendamiento - - otras depreciaciones y amortizaciones excluidas del gasto de venta, generales y administrativos – deterioros incluidos en el EBIT/DA – gastos de preapertura y exploración – tarifas regulatorias + otros ingresos (o gastos) operativos – amortización de titularización
EBITDA Operativo	EBIT operativo + ajuste por rubros no recurrentes/sin recurso + depreciación y amortización de activos no asociados a arrendamientos + ajustes del analista al EBITDA
EBITDAR Operativo	EBITDA operativo + gasto de arrendamiento estimado por activos arrendados capitalizados
Flujo de Caja Operativo (FCO)	Utilidad neta + ajustes totales a la utilidad neta + variación en capital de trabajo + dividendos en efectivo recurrentes recibidos de inversiones por métodos de participación patrimonial + flujo de efectivo de inversiones y financiamiento considerados como operativos – dividendos pagados a accionistas preferentes – distribuciones a participaciones minoritarias
Capital de Trabajo Definido por Fitch	Variación en las cuentas por cobrar + variación en las cuentas por pagar comerciales + variación en Inventario + variación en los gastos acumulados + cualquier otra variación en el capital de trabajo
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	Flujo de caja operativo – variación en el capital de trabajo definido por Fitch
Flujo de Fondos Libre (FFL)	Flujo de caja operativo – inversiones en capital – dividendos comunes + flujo de efectivo no operacional y no recurrente total antes de adquisiciones de negocios, desinversiones de negocios, y recompra de acciones/dividendos especiales
Deuda Total	Deuda total garantizada + deuda total no garantizada + deuda total subordinada + acciones preferentes + deuda de corto plazo sin recurso + deuda de largo plazo sin recurso + deuda de titularizaciones + el neto de activos o pasivos provenientes de coberturas de instrumentos financieros derivados sobre el principal de los préstamos
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	Deuda total – deuda asimilable a patrimonio
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	Deuda total con deuda asimilable a patrimonio + equivalente de deuda por arrendamientos + otras deudas fuera del balance
Efectivo Disponible y Equivalentes	Efectivo + títulos negociables – efectivo reportado como restringido o bloqueado – efectivo considerado por Fitch como no disponible (incluyendo ajustes por efectivo mínimo requerido para operaciones en curso como estacionalidad, fluctuaciones del capital de trabajo, y efectivo en poder de subsidiarias de propiedad parcial o sin recurso o en <i>holdings</i> extraterritoriales)
Deuda Neta Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	Deuda total ajustada con deuda asimilable a patrimonio – efectivo disponible y equivalentes
Intereses Pagados/Recibidos	Los intereses pagados/recibidos en efectivo se utilizan en indicadores de cobertura; sin embargo, si los intereses pagados o intereses recibidos son iguales a cero, se opta entonces por el gasto en intereses y el ingreso por intereses incluidos en el estado de resultados.

Fuente: Fitch Ratings.

## Indicadores Principales

Indicador	Numerador	Denominador
<b>Indicadores de Rentabilidad/Flujo de Efectivo</b>		
Margen de EBIT	EBIT operativo	Ingresos
Margen de EBIT - Grupo	EBIT operativo incluyendo operaciones de servicios financieros	Ingresos consolidados
Margen de EBIT - Industrial	EBIT operativo incluyendo operaciones de servicios financieros	Ingresos de operaciones industriales
Margen de EBITDAR operativo	EBITDAR operativo	Ingresos
Margen de FGO	FGO	Ingresos
Margen de FCO	Flujo de fondos libre	Ingresos
Capex/FCO	Inversiones de capital	Flujo de caja operativo
Margen de FCO	Flujo de caja operativo	Ingresos
<b>Indicadores de Apalancamiento</b>		
Deuda total ajustada/EBITDAR operativo (x)	Deuda total ajustada con deuda asimilable a patrimonio	EBITDAR operativo + dividendos recurrentes recibidos de asociadas e inversiones por métodos de participación patrimonial – dividendos pagados a las participaciones minoritarias (o de manera alterna, utilidad neta atribuible a intereses minoritarios)
Deuda total ajustada neta/EBITDAR operativo (x)	Deuda ajustada neta con deuda asimilable a patrimonio	EBITDAR operativo + dividendos recurrentes recibidos de asociadas e inversiones por métodos de participación – dividendos pagados a las participaciones minoritarias (o alternativamente, utilidad neta atribuible a intereses minoritarios)
Deuda ajustada respecto al FGO (x)	Deuda total ajustada con deuda asimilable a patrimonio	Flujo generado por las operaciones [FGO] + interés pagado – interés recibido + dividendos preferentes (pagados) + gasto de arrendamiento estimado
Deuda neta ajustada respecto al FGO (x)	Deuda neta ajustada con deuda asimilable a patrimonio	Flujo generado por las operaciones [FGO] + interés pagado – interés recibido + dividendos preferentes (pagados) + gasto de arrendamiento estimado
Deuda Total respecto al FGO (x)	Deuda Total Ajustada con deuda asimilable a patrimonio - Deuda Equivalente de Arrendamiento	Flujo Generado por las Operaciones [FGO] + Intereses Pagados - Intereses Recibidos + Dividendos Preferidos (Pagados)
Apalancamiento Neto respecto al FGO (x)	Deuda total ajustada con deuda asimilable a patrimonio - Deuda equivalente de arrendamiento - Efectivo disponible y equivalentes	Flujo Generado por las Operaciones [FGO] + Intereses Pagados - Intereses Recibidos + Dividendos Preferidos (Pagados)
(FCO - Capex) / Deuda total con Deuda Asimilable al Patrimonio	Flujo de Caja Operativo [FCO] – Inversiones de Capital	Deuda Total Ajustada con deuda asimilable a patrimonio - Deuda Equivalente de Arrendamiento
(FCO - Capex) / Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (%)	Flujo de Caja Operativo [FCO] – Inversiones de Capital	Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable a Patrimonio - Deuda Equivalente de Arrendamiento - Efectivo Disponible y Equivalentes
FFL/deuda total ajustada (%)	Flujo de fondos libre	Deuda total ajustada con deuda asimilable a patrimonio
Deuda total con deuda asimilable a patrimonio/EBITDA operativo (x)	Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable a Patrimonio	EBITDA operativo + dividendos recurrentes recibidos de asociadas e inversiones por métodos participación – dividendos pagados a participaciones minoritarias (o de manera alterna, utilidad neta atribuible a intereses minoritarios)
Deuda neta total con deuda asimilable a patrimonio/EBITDA operativo	Deuda total ajustada con deuda asimilable a patrimonio – Deuda Equivalente de Arrendamiento – efectivo disponible y equivalentes	EBITDA operativo + dividendos recurrentes recibidos de asociadas e inversiones por métodos de participación – dividendos pagados a los intereses minoritarios (o de manera alterna, utilidad neta atribuible a intereses minoritarios)

**Indicadores Principales**

Indicador	Numerador	Denominador
Deuda total ajustada/(FCO antes de gastos por arrendamiento - capex de mantenimiento) (x)	Deuda total ajustada con deuda asimilable al patrimonio	Flujo de caja operativo [FCO] + gasto de arrendamiento estimado -capex de mantenimiento (se utiliza el capex total si el capex de mantenimiento no está disponible)

**Indicadores de Cobertura**

Cobertura FGO de cargo fijo (x)	FGO + intereses pagados - intereses recibidos + dividendos preferentes pagados + gasto de arrendamiento operativo por activos de arrendamiento capitalizados	Intereses pagados + dividendos preferentes pagados + gasto de arrendamiento estimado
FGO a Intereses Financieros Brutos (x)	FGO + intereses pagados menos intereses recibidos + dividendos preferentes pagados	Intereses pagados + dividendos preferentes pagados
EBITDAR operativo/intereses pagados brutos + alquileres (x)	EBITDAR operativo + dividendos recurrentes recibidos asociadas e inversiones por método de participación patrimonial - dividendos pagados a las participaciones minoritarias (o, de manera alterna, utilidad neta atribuible a intereses minoritarios)	Intereses pagados + gasto de arrendamiento estimado
EBITDAR operativo/intereses pagados netos + alquileres (x)	EBITDAR operativo + dividendos recurrentes recibidos de métodos de inversión de asociados y capital - dividendos pagados a las minorías (o, de manera alterna, utilidad neta atribuible a intereses minoritarios)	Intereses pagados - gasto de arrendamiento estimado
EBITDAR operativo/intereses pagados (x)	EBITDAR operativo + dividendos recurrentes recibidos de asociadas e inversiones por método de participación patrimonial - dividendos pagados a las participaciones minoritarias (o, de manera alterna, utilidad neta atribuible a intereses minoritarios)	Intereses pagados
EBITDAR operativo/(intereses pagados + gastos por arrendamiento) (x)	EBITDAR operativo + dividendos recurrentes recibidos de asociadas e inversiones por método de participación patrimonial - dividendos pagados a las participaciones minoritarias (o, de manera alterna, utilidad neta atribuible a intereses minoritarios)	Intereses pagados + gasto de arrendamiento estimado
FCO/inversiones (x)	Flujo de caja operativo (FCO)	Inversiones de capital
Capex/FCO (%)	Inversiones de capital	Flujo de caja operativo [FCO]

**Indicadores de Liquidez**

Cobertura FGO de servicio de deuda	FGO + intereses pagados menos intereses recibidos + dividendos preferentes + gasto de arrendamiento estimado	Interés pagado + dividendos preferentes + vencimientos de deuda corrientes
Liquidez (indicador de liquidez)	Efectivo disponible + porción no utilizada de líneas de crédito comprometidas + FFL	Vencimientos de deuda de 12 meses

Capex - Inversión de capital. x - Veces.

Fuente: Fitch Ratings.

## Apéndice 5: IDR en Moneda Local, IDR en Moneda Extranjera, Entorno Operativo, Calificación Soberana y Techo País (Solo para Calificaciones en Escala Internacional)

La IDR en Moneda Local (IDR ML) de un emisor integra los riesgos financieros y de negocio de la entidad, así como los asociados al entorno operativo. Las IDR ML son consideradas generalmente como reflejo de la calidad crediticia subyacente de la compañía e incorporan riesgo económico/político y de liquidez, así como riesgos de tipo de cambio. Mientras que las IDR ML miden la probabilidad de pago en la moneda de la jurisdicción, no toman en cuenta el potencial de que no sea posible convertir moneda local (ML) a moneda extranjera (ME) o hacer transferencias entre jurisdicciones soberanas, es decir, riesgos de transferencia y convertibilidad.

La IDR ML incorpora la probabilidad de incumplimiento para todas las obligaciones de deuda de un emisor (denominadas en ML y ME) en ausencia de riesgos de transferencia y convertibilidad. Esto toma en cuenta la probabilidad de que un emisor bajo estrés incumpla en todas las obligaciones y no elija instrumentos de deuda específicos en los cuales incumplir. Por lo tanto, cuando la calificación en ML está al nivel o por debajo del techo país, las calificaciones en ML y ME son prácticamente iguales todo el tiempo.

La IDR en ML de una entidad corporativa podría estar por encima de la IDR soberana en ML, aunque los factores de riesgo soberanos a menudo pueden afectar a una entidad financieramente sólida y restringir la IDR ML de un emisor al mismo nivel o por encima de la IDR soberana en ML. El grado al que las IDR ML corporativas se ven restringidas por una IDR soberana en ML depende de diversos factores y circunstancias, incluyendo:

- tipo de negocio y posición en la industria;
- exposición a la economía local;
- destino del producto y ubicación del cliente;
- estructura de costos - materiales locales frente a importados;
- grado de regulación e importancia para los objetivos de política pública;
- estructura de propiedad;
- fortaleza financiera;
- perfil de deuda, es decir, deuda de mercado de capitales contra deuda bancaria y deuda en monedas fuertes frente a deuda en moneda local.

**INFORMACIÓN REGULATORIA COLOMBIA**

NOMBRE: Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas- Metodología Maestra-

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

NÚMERO DE ACTA DE COMITÉ: 6572

FECHA DE APROBACION COMITE DE CALIFICACION: 03 de Diciembre de 2021

**Dado que la traducción de esta metodología aplica a diversos países de Latinoamérica, los decimales se indican con punto y los millares con coma para efectos de estandarización de separadores nominales. Además, se usa la palabra "calificación" en lugar de "clasificación", término cuyo uso depende del país.**

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

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

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

---

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

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

Derechos de autor © 2021 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.