

Metodología de Calificación de Entidades Respaldadas por Ingresos del Sector Público

Metodología Maestra

Alcance

Este reporte de metodología establece los criterios de Fitch Ratings para asignar nuevas calificaciones y supervisar las existentes de las entidades relacionadas con el gobierno (ERG) que cumplen con una función de política pública (PP) y entidades sin fines de lucro fuera de EE. UU., mismas que prestan o respaldan servicios y actividades públicas o sociales esenciales, y cuya deuda se prevé que sea pagada con ingresos y recursos propios de la entidad.

Esta metodología se utiliza junto con la “Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno” para asignar tanto calificaciones internacionales de riesgo emisor (IDR; *issuer-default rating*) como calificaciones de instrumentos de deuda individuales (calificaciones de emisiones).

Los IDR y las calificaciones de emisiones, según esta metodología, son calificaciones en escala internacional. Las calificaciones no incorporan perspectivas de recuperación en caso de incumplimiento. Salvo en las limitadas circunstancias descritas en esta metodología, las calificaciones de las emisiones se ubican en el mismo nivel de la IDR de la entidad.

En el caso de emisores e instrumentos de deuda de mercados locales que requieran calificaciones en escala nacional, Fitch aplicará la “Metodología de Calificaciones en Escala Nacional” en conjunto con esta metodología maestra.

Factores Clave de Calificación

En su análisis, Fitch evalúa los factores clave de la calificación (FCC) que se enlistan a continuación y no pondera explícitamente las evaluaciones de los FCC individuales para la conclusión de calificación general.

Perfil de Riesgo: Se consideran los factores cualitativos para determinar la resiliencia de la entidad al riesgo, en particular su capacidad de defender o ajustar los ingresos, reducir o recuperar los gastos y acceder a respaldos de liquidez. Esto determina el perfil de riesgo de la entidad por la interacción entre tres factores clave de riesgo (FCR): riesgo de ingresos, riesgo de gastos, y riesgo de pasivos y liquidez. La evaluación del perfil de riesgo tiene en cuenta la importancia relativa de cada uno de los FCR en función de la entidad y en el contexto de su entorno operativo (EO).

Perfil Financiero: Fitch lleva a cabo un análisis cuantitativo para evaluar el nivel de flexibilidad financiera que una entidad puede sostener a medida que enfrenta situaciones de estrés que se espera ocurran durante el período del escenario relevante. La evaluación del perfil financiero tiene en cuenta el apalancamiento y la liquidez de la entidad en el contexto del análisis del escenario específico de la entidad a través del ciclo.

PCI: El perfil crediticio individual (PCI) representa la calidad crediticia de la entidad, suponiendo que no hay un soporte extraordinario de un gobierno relacionado. Las evaluaciones del perfil de riesgo y del perfil financiero se combinan en un PCI para sugerir la categoría específica del PCI. A continuación, se determina un PCI de un *notch* (escalón) específico, con base en un análisis de pares. En casos excepcionales, las consideraciones de riesgo asimétrico y otros factores podrían afectar al PCI.

Tabla de Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Marco de la Metodología	2
Perfil de Riesgo	4
Perfil Financiero	15
Perfil Crediticio Individual	19
Calificaciones Limitadas	23
Grado Especulativo Inferior	23
Canje Forzoso de Deuda	24
Otras Consideraciones	24
Apéndice A: Holdings de Inversiones Estratégicas	27
Apéndice B: Calificaciones de Corto Plazo	30
Apéndice C: Definiciones Clave	32
Apéndice D: Señales de Vulnerabilidad Climática (Climate.VS)	33

Este reporte de metodología reemplaza aquel con el mismo título publicado el 7 de marzo de 2024. Asimismo, es una traducción del reporte de metodología “Public Policy Revenue-Supported Entities Rating Criteria”, publicado el 10 de julio de 2026.

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

Metodologías Aplicables

- Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno
- Metodología de Calificaciones de Obligaciones de Contraparte del Sector Público en Proyectos de APP
- Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales
- Metodología de Calificaciones en Escala Nacional
- Metodología de Tratamiento y Escalonamiento de los Instrumentos Híbridos de Empresas Corporativas
- Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias
- Sukuk Rating Criteria

Analistas

Vladimir Redkin – EMEA
+44 20 3530 1514
vladimir.redkin@fitchratings.com

Gerardo Carrillo – Latinoamérica
+52 55 5955 1610
gerardo.carrillo@fitchratings.com

Samuel Kwok – APAC
+852 2263 9961
samuel.kwok@fitchratings.com

Douglas Offerman – Norteamérica ex US
+1 212 908 0889
douglas.offerman@fitchratings.com

Nicolas Painvin
+33 1 44 29 91 28
nicolas.painvin@fitchratings.com

La Calificación del Gobierno Es Comúnmente Una Limitante: Las calificaciones de las ERG con una función de PP suelen estar limitadas por las calificaciones de los respectivos gobiernos que las respaldan, en reconocimiento del grado alto de control y de la posible intervención de estos últimos. En ciertas circunstancias, cuando una ERG tiene un alto grado de autonomía financiera de su gobierno relacionado, con un acceso limitado al efectivo o los activos de la misma ERG por parte del gobierno, podría ser calificada por encima de la IDR del gobierno que la soporta.

Marco de la Metodología

Enfoque Analítico

La metodología proporciona un marco que orienta la evaluación del PCI por parte de Fitch y, en última instancia, la IDR para las ERG con una función de PP. El PCI representa el perfil crediticio de la entidad asumiendo la ausencia de soporte extraordinario por parte del gobierno respectivo, en caso de dificultad financiera. De existir este soporte extraordinario, Fitch aplicaría la “Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno” para evaluar este soporte y tendría este en cuenta en la IDR final.

Esta metodología identifica los factores de riesgo y los parámetros financieros que Fitch tiene en cuenta para evaluar el perfil de riesgo, el perfil financiero y, en última instancia, el PCI de una ERG. Las métricas financieras específicas se muestran en el “Apéndice C: Definiciones Clave”, pero, cuando sea relevante, se podrán utilizar métricas adicionales.

No todos los FCC y FCR de esta metodología aplican para todas las calificaciones individuales o para todas las acciones de calificación. Cada comunicado de prensa o reporte de calificación analizará los factores más relevantes para la acción de calificación en cuestión.

Integración Operativa

Durante su análisis, Fitch considera el conjunto de activos operativos, flujo de efectivo y deudas que forman la base de la evaluación del PCI. Por regla general, una ERG consolidada opera como un grupo económicamente integrado para prestar servicios públicos esenciales, y el efectivo generado en una parte del grupo consolidado es accesible a otras partes del grupo. En este caso, Fitch utiliza los estados financieros consolidados para la evaluación del PCI.

En ciertos casos, factores como la estructura de propiedad, los acuerdos de financiación y las restricciones regulatorias podrían ser tales que el perfil consolidado no llegara a ofrecer la imagen más adecuada para evaluar la calidad crediticia de la ERG calificada, que suele ser la empresa matriz principal; en consecuencia, sería necesario volver a establecer los límites, en la mayoría de los casos, con alguna forma de desconsolidación. Un ejemplo podría ser una institución financiera o un banco que perteneciera a un grupo y demuestre un grado elevado de independencia financiera, o bien, empresas ferroviarias integradas en EMEA cuyo marco regulatorio restringe la financiación cruzada entre administradores y operadores en este sector.

Si una ERG con una función de PP tiene una participación de control en filiales operativas con una integración operativa y de financiación limitada, Fitch utilizaría en su lugar estados financieros individuales para la evaluación del PCI. Un ejemplo de este tipo de ERG son los *holdings* de inversiones estratégicas (SIHC; *strategic investment holding companies*), que son propiedad del gobierno [ver “Apéndice A: Holdings de Inversiones Estratégica”].

Resumen de los Pasos de la Derivación de la Calificación

Etapas 1: Perfil de Riesgo y Análisis de los FCR (Análisis Cualitativo)

El perfil de riesgo del emisor, el cual mide la volatilidad potencial del flujo de efectivo de la entidad, es el punto de partida en el análisis de la calificación. El perfil de riesgo de una entidad se obtiene de la combinación de las evaluaciones de tres FCR, que representan colectivamente el perfil de riesgo de la entidad, con base en la “Tabla Guía para Obtener el Perfil de Riesgo” que se incluye en esta metodología.

Cada uno de los tres FCR (riesgo de ingresos, riesgo de gastos, y riesgo de pasivos y liquidez) se evalúa con base en las tablas guía que combinan los componentes de riesgo identificados y respaldan la consistencia de las evaluaciones.

Pasos para la Derivación de la Calificación

1 Evaluación del Perfil de Riesgo

La combinación de los FCR proporciona un perfil de riesgo adicional, que mide la volatilidad potencial del flujo de efectivo de la entidad. La puntuación del EO sirve de ancla para el perfil de riesgo.

2 Evaluación del Perfil Financiero

Resiliencia al estrés evaluada mediante escenarios específicos del emisor desarrollados por Fitch en el contexto del perfil de riesgo de la entidad.

3 Resultado Analítico Sugerido

Combina el perfil de riesgo con una evaluación del perfil financiero en un resultado analítico sugerido, de acuerdo con la “Tabla de posicionamiento del PCI”.

4 Posicionamiento de Pares y Otras Cuestiones

Refinar el resultado analítico sugerido para el posicionamiento específico de escalonamiento, con base en un análisis de pares apropiado, factores de apoyo adicionales, factores de riesgo asimétrico y techo de la contraparte, si procede.



PCI

5 Influencia del Gobierno

Factores en el soporte extraordinario del gobierno de soporte, si el mismo existe. Aplica la calificación del gobierno o soberano como tope, si procede.



IDR

Fuente: Fitch Ratings

La puntuación del EO sirve como ancla y, a menos que haya un ajuste, el perfil de riesgo será consistente con la misma. [Ver más detalles en la sección “EO Indica FCR”].

Paso 2: Perfil Financiero y Escenarios (Análisis Cuantitativo)

Fitch crea un escenario de calificación “a través del ciclo” específico para cada emisor que proyecta los parámetros financieros para evaluar el perfil financiero de la entidad, utilizando estreses observados en el desempeño histórico o información macroeconómica proyectada, así como factores cualitativos consistentes con cada uno de los atributos del FCR. Los estreses incluidos en el escenario de calificación indican en qué punto se esperaría que la evaluación del PCI se mantuviera estable a lo largo de un ciclo económico y, en relación con la volatilidad histórica de ingresos y gastos.

Paso 3: Resultado Analítico Sugerido

El resultado analítico sugerido representa una indicación específica de la categoría del PCI de la entidad y se obtiene a partir de la combinación de las evaluaciones del perfil de riesgo (Paso 1) y del perfil financiero (Paso 2) de una entidad, de acuerdo con la tabla de posicionamiento.

Paso 4: Posicionamiento del PCI

El posicionamiento del escalón específico del PCI y la verificación de la consistencia del PCI de la entidad se obtiene mediante el análisis de pares, el cual tiene en cuenta los atributos de la evaluación del perfil de riesgo y la posición relativa de las métricas financieras de la entidad.

El análisis también considerará si determinados factores de riesgo, más allá de los atributos del perfil de riesgo y del perfil financiero, pudieran afectar la evaluación final del PCI. Estos factores adicionales podrían incluir riesgo de contraparte, lo que significaría que el PCI de la entidad podría limitarse por la calificación de la contraparte más débil, o bien, por riesgos asimétricos, en los que solo las características por debajo del estándar se tienen en cuenta en los niveles finales de PCI.

Paso 5: Derivación de Calificaciones: Incorporación de Soporte Extraordinario y Límites de Calificación

A menos que existan factores distintos a los mencionados que impacten la calificación, las IDR de largo plazo de la entidad serán equivalentes al PCI de la entidad. En ciertas circunstancias, las ERG con una función de PP se benefician de soporte extraordinario o excepcional por parte del gobierno correspondiente, lo que podría ayudar a evitar un incumplimiento. La probabilidad de dicho soporte extraordinario se evalúa utilizando la “Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno”, misma que no se tiene en cuenta en la evaluación del PCI bajo esta metodología. La combinación del PCI de la entidad y del soporte extraordinario, de estar proyectado, se incorpora en la IDR de la entidad, que podría ser superior al PCI de la entidad.

Además, las IDR de una entidad están sujetas al tope de calificación del gobierno soporte o del soberano, así como al techo país, de ser el caso.

IDR y Calificaciones de Instrumentos de Deuda

Las calificaciones de esta metodología maestra suelen ser IDR y reflejan todas las obligaciones financieras de un emisor, tengan o no características distintivas. Las calificaciones de instrumentos sénior sin garantía en escala internacional suelen igualarse a la IDR correspondiente. Estas IDR y las calificaciones de emisiones no incorporan ninguna evaluación sobre las perspectivas de recuperación de las entidades del sector de finanzas públicas, y solo se harán distinciones entre el riesgo de incumplimiento en los valores de este sector cuando exista una base para ello en la documentación financiera y el marco legal que sustente la conclusión de que un incumplimiento en un tramo no resultará en el incumplimiento de pago en otros tramos.

Al asignar la calificación de un instrumento, Fitch considera toda la estructura de pasivos del emisor para formarse una opinión sobre el riesgo de incumplimiento del emisor y, posteriormente, considera cualquier característica de seguridad que pudiera reducir el riesgo de incumplimiento asociado al instrumento específico. Para poder calificar el instrumento por encima de la IDR, estas características deben efectivamente impedir el incumplimiento de los instrumentos calificados correspondientes.

ERG con una Función de PP

Una ERG con una función de PP proporciona principalmente servicios públicos esenciales o puede tener una función de desarrollo social o político para su gobierno (soberano o subnacional). Suele ser directa o indirectamente de propiedad mayoritaria y estar estrechamente controlada o regulada por el gobierno.

La entidad suele tener vínculos legales y/o financieros con el gobierno. Si está regulada, esto no debe impedir que el gobierno ofrezca apoyo financiero directo o indirecto a la entidad, en caso de requerirlo.

En el caso de los instrumentos sénior sin garantía con características específicas y de los instrumentos no preferentes no garantizados, Fitch puede posicionar la calificación de los instrumentos con base en los distintos niveles de la estructura de la deuda (por ejemplo, en función de la subordinación estructural o del acceso a un flujo de efectivo específico), así como utilizar las metodologías relevantes, como la "Metodología de Tratamiento y Escalonamiento de los Instrumentos Híbridos de Empresas Corporativas" o la "Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias", a fin de determinar la calificación final del instrumento.

Independientemente de la existencia o del nivel de la calificación de riesgo emisor (IDR; *issuer default rating*), aplicaremos la sustitución de calificación a un instrumento de deuda si este se beneficia de una garantía de terceros a primera demanda, plena, irrevocable, incondicional y autónoma. En tales casos, la calificación del instrumento se igualará a la IDR del garante. Cuando el emisor cuente con una calificación, esto se aplicará siempre que la calificación del garante sea superior a la del emisor. Cuando el emisor no cuente con una IDR, la calificación del instrumento se igualará a la IDR del garante.

Perfil de Riesgo

Resumen de Factores Clave de Riesgo

Fitch considera tres pilares de riesgo o FCR (ingresos, gastos, pasivos y liquidez) y basa la evaluación de estos FCR en la interacción de los componentes de cada fuente de riesgo (es decir, los sub-FCR). Las evaluaciones de los atributos de los sub-FCR no tienen ponderaciones predefinidas; sin embargo, la importancia relativa de cada sub-FCR se considera de forma específica para cada entidad o sector y la evaluación final del FCR se basa en el componente de riesgo más relevante para una entidad o sector. Cuando uno de los FCR secundarios se considera significativamente más débil que los demás, este elemento más débil tiende a tener una ponderación mayor en el análisis. Cuando uno de los FCR parciales no aplica para la entidad o sector, la evaluación total del FCR se basa únicamente en el componente de riesgo relevante.

FCR 1 – Riesgo de Ingresos

FCR 1.a – Características de la demanda (volatilidad, concentración, perspectivas de crecimiento: riesgo de contracción de los ingresos).

FCR 1.b – Características de los precios (capacidad de recuperar los costos mediante un aumento en los ingresos).

FCR 2 – Riesgo de Gastos

FCR 2.a – Costos de operación y suministro (volatilidad del gasto y disponibilidad de recursos: riesgo de que aumente el gasto).

FCR 2.b – Planificación de la inversión (restricciones de capacidad y riesgo de ejecución).

FCR 3 – Riesgo de Pasivos y Liquidez

FCR 3.a – Características de la deuda (riesgo de que el servicio de la deuda aumente repentinamente).

FCR 3.b – Características de liquidez (capacidad de utilizar la liquidez o acceder a nuevo financiamiento).

Los atributos de los FCR se evalúan con base de las respectivas tablas guía que se describen a continuación y se evalúan en una escala de 'Más Fuerte', 'Rango Medio' y 'Más Débil', lo que refleja una valoración sobre la vulnerabilidad relativa al riesgo evaluado.

El Entorno Operativo Enmarca o Fundamenta a los FCR

En el análisis de los distintos FCR, las normas institucionales aplicables a cada crédito desempeñan un rol importante. Estas normas y circunstancias, conocidas como el EO, reflejan el contexto más amplio del país, el marco institucional, así como factores específicos del sector en el que opera el emisor calificado. Estos podrían incluir el entorno económico, el nivel de desarrollo de los mercados financieros, ley de quiebras, estándares contables nacionales, reporte sobre financiamientos y políticas de control y monitoreo. Esto permite diferenciar entre dos entidades con PP y perfil de negocios similares, aunque en países con niveles

significativamente diferentes de estabilidad institucional y económica, y en etapas distintas respecto al desarrollo de sus mercados financieros.

El EO es el contexto en el que debe analizarse la entidad y el cual tiene influencia relevante en sus factores de riesgo. Se compone de tres niveles diferentes:

1. factores exógenos (comunes a todas las entidades de todas las clases de activos, como entidades públicas, bancos y corporaciones en un país determinado);
2. factores endógenos (relacionados con una clase específica de activos, como las entidades con una misión de PP);
3. factores específicos del sector (como la vivienda social, salud pública, transporte público).

El nivel 1 sirve de ancla para el perfil de riesgo [ver “Tabla Guía para Obtener el Perfil de Riesgo”]. Este puntaje es publicado por el grupo analítico de bancos de Fitch (puntuación implícita del EO).

Los niveles 2 y 3 están integrados en el análisis de los FCR.

La puntuación implícita del EO es una función de dos métricas clave, que cuentan con el mayor poder explicativo para los factores en juego; en concreto, el PIB per cápita y una clasificación según el índice de riesgo operacional publicado por Fitch Solutions. En opinión de Fitch, estas métricas están correlacionadas estrechamente con la capacidad de las entidades con una misión de PP para prestar sus servicios con un nivel aceptable de riesgo en una jurisdicción determinada. Cuando a una jurisdicción no se le haya asignado una puntuación del índice de riesgo operacional, Fitch determinará la puntuación implícita del EO, con base en el PIB per cápita y en su percepción sobre los riesgos de operar un negocio de PP en ese mercado.

En pocos casos, el perfil de riesgo podría evaluarse por encima del sugerido por la puntuación implícita del EO, si existen políticas o instituciones específicas para apuntalar el funcionamiento de las ERG con una función de PP.

Influencia de las Calificaciones del Soberano

Normalmente, la evaluación del perfil de riesgo se ve influenciada por el riesgo soberano, y los atributos del FCR deberían reflejar ese riesgo. Las IDR soberanos no determinan ni limitan directamente los atributos, pero la exposición de una ERG a las respectivas condiciones macroeconómicas o al riesgo de contraparte llevaría a una probabilidad alta de que la mayoría de las ERG de países con calificación AAA o AA obtuvieran una evaluación de los atributos evaluados en ‘Más Fuerte’, y que la evaluación de los FCR para las ERG de países con calificación A y BBB se inclinara a ‘Rango Medio’. Una evaluación de ‘Más Débil’ de los atributos de los FCR sería típica de las ERG de países calificados en BB e inferiores.

Riesgos Climáticos

Fitch trata de reflejar los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG; *environmental, social and governance*) relevantes en las calificaciones de ERG con una función de PP, al igual que hace con todos los factores que considera relevantes e importantes para la evaluación de la calidad crediticia. Aunque el riesgo climático no se aprecia como un FCR independiente, Fitch considerará si la puntuación de cualquier factor de calificación o de riesgo también debería verse influenciada por los riesgos derivados del cambio climático. El análisis de Fitch se centrará en las entidades de los sectores más expuestos a los riesgos climáticos de largo plazo.

Riesgo de Ingresos

Fitch evalúa la capacidad relativa de una entidad para defender y mantener su perfil de ingresos, a pesar de los retos de su EO. También evaluará las características de la demanda y los precios que influyen en la volatilidad de los ingresos y las herramientas de las cuales dispone la entidad para responder a la fluctuación de la demanda.

Los ingresos brutos de una entidad dependen generalmente de la interacción entre disponibilidad, precio y volumen. El riesgo surge si el servicio no puede prestarse de manera adecuada, o bien, si la demanda del servicio no existe a un precio que la entidad pueda cubrir con sus gastos operativos y el servicio de su deuda. Las fuentes de ingresos varían según el sector. Una entidad puede obtener ingresos no directamente relacionados con el uso o con el servicio que ofrece, como impuestos específicos o subsidios (subvenciones del gobierno)

aplicados a actividades no relacionadas con sus funciones, o bien, por ingresos y retiro de capital de inversiones, y estos complementarán los ingresos operativos, mitigando los riesgos de precio y demanda. Los riesgos asociados a estas otras fuentes de ingresos, que podrían afectar al perfil financiero de la entidad, también se tienen en cuenta en el análisis de Fitch.

Fitch evaluará la estabilidad relativa y la previsibilidad de las fuentes materiales de flujo de efectivo de la entidad a la hora de considerar su capacidad para cubrir el servicio de su deuda. El análisis tiene en cuenta el marco de ingresos de la entidad, los efectos de cualquier requisito de desempeño de los ingresos, y la exposición a la demanda de sus servicios, lo cual conforma el perfil total de ingresos. Cuando una entidad dependa significativamente de los ingresos tributarios o subvenciones del gobierno para complementar el rendimiento operativo, la volatilidad de ese flujo de ingresos se considerará de forma consistente bajo los enfoques de la "Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales" de Fitch.

Tabla Guía de los Atributos – Riesgo de Ingresos

	Más Fuerte	Rango Medio	Más Débil
Características de la Demanda	Ingresos totalmente contratados ^a		
	Totalmente contratados (contratos de arrendamiento o de compra en firme [<i>take-or-pay</i>] con contrapartes de mayor solidez con contrapartes de mayor solidez financiera (calificadas en las categorías AAA a AA). ^b	Totalmente contratados (contratos de arrendamiento o de <i>take-or-pay</i>) ponderada en con contrapartes de menor solidez financiera (calificadas en las categorías de rango medio (calificadas en las categorías de A a BBB).	Totalmente contratados (contratos de arrendamiento o de <i>take-or-pay</i>) ponderada en con contrapartes de menor solidez financiera (calificadas en la categoría BB e inferior).
	O ingresos basados en la demanda		
	Demanda demostrada y esperada de menor volatilidad basada en el usuario; se espera que disminuya marginalmente durante una recesión económica o que disminuya marginalmente de forma contracíclica (menos que el cambio en la variable correspondiente).	Demanda demostrada basada en el usuario que se espera que fluctúe con los cambios de la macroeconomía en general, incluido el cambio contracíclico (por ejemplo, generalmente se alinea con los cambios en el producto interno bruto PIB).	Se demuestra que se espera que la demanda basada en el usuario se contraiga de forma importante, más que un cambio correspondiente en el entorno macroeconómico, incluidos cambios contracíclicos en la demanda (por ejemplo, generalmente disminuye como un múltiplo ante un cambio en el PIB).
	Base de clientes diversa sin concentración significativa de clientes o cierta concentración en contratos completos (contratos de arrendamiento o de <i>take-or-pay</i>) con contrapartes de mayor solidez financiera.	Base de clientes diversa, pero algunas concentraciones (los 10 principales clientes de representación o cierta concentración en contratos completos (contratos de arrendamiento o de <i>take-or-pay</i>) con contrapartes de solidez financiera en rango medio.	Base de clientes con concentraciones elevadas (los 10 principales clientes representan una proporción significativa de la demanda).
Características de Fijación de Precios	Si aplica		
	Se espera que el crecimiento de demanda en área de servicio sea fuerte debido a perspectivas de crecimiento económico fuerte en la región.	Se espera que el crecimiento de la demanda en el área de servicio sea marginalmente positivo debido a perspectivas de crecimiento económico sólidas en la región.	Se espera que el crecimiento de la demanda en el área de servicio se mantenga igual o ligeramente negativo debido al crecimiento económico limitado o negativo en la región.
	Cartera de inversiones de calidad alta con gran capacidad de generación de flujos de efectivo, compuesta principalmente por empresas que cotizan en bolsa con un historial probado y estándares de transparencia altos.	Cartera de inversiones con capacidad adecuada de generación de flujos de efectivo, que pudieran proporcionar dividendos de forma irregular, estándares de transparencia moderada, las principales empresas participadas están obligadas a hacer pública la información de manera periódica.	Escasa o insuficiente capacidad de generación de efectivo a corto plazo/insuficiente para cumplir con sus obligaciones financieras sin el apoyo de la empresa matriz. Escasa transparencia informativa con una divulgación limitada de la mayoría de las empresas participadas.
	Base estable y desarrollada de clientes, miembros, consumidores o pacientes.	Base adecuada pero menos desarrollada o menos estable de clientes, miembros, consumidores o pacientes.	Base de clientes, miembros, consumidores o en constante disminución o volátil.
	Más Fuerte	Rango Medio	Más Débil
Características de Fijación de Precios	Entidades sujetas a un marco legal y contractual - fijadoras de precios		
	La entidad tiene capacidad independiente y plena flexibilidad total para recaudar ingresos suficientes para cubrir todos los costos	El marco legal o contractual establece capacidad para recaudar ingresos suficientes para recuperar al menos los aumentos inflacionarios de los costos mediante	El marco legal o contractual limita la capacidad para recaudar ingresos suficientes para recuperar los costos mediante aumentos en las tasas, tarifas o impuestos a niveles

Tabla Guía de los Atributos – Riesgo de Ingresos

Más Fuerte	Rango Medio	Más Débil
mediante aumentos en tasas, tarifas o impuestos.	o incrementos en las tasas, tarifas o impuestos y recuperar la volatilidad de los precios de las materias primas.	probablemente por debajo de la inflación o limita la capacidad para recuperar los costos volátiles de los precios de las materias primas.
O entidades reguladas - tomadoras de precios		
Régimen regulatorio altamente solidario que busca mantener la compensación por servicios a un nivel consistentemente más allá de la solvencia de la entidad.	Régimen regulatorio favorable que busca mantener la compensación por servicios a un nivel que favorezca de manera consistente la solvencia de la entidad.	El régimen regulatorio mantiene la compensación por servicios en niveles que pueden desafiarla solvencia de la entidad, requiriendo de aportaciones de otros recursos como donaciones, subvenciones o soportes extraordinarios para su equilibrio.
Es poco probable que los cambios en las tasas/tarifas afecten de manera importante la demanda.	Los cambios en las tasas/tarifas podrían afectar marginalmente la demanda, pero, dentro de unos límites, proporcionarán ingresos mayores.	Cambios en las tasas o tarifas que puedan afectar sustancialmente la demanda. Es probable que los cambios en las tasas/tarifas afecten de manera importante la demanda.
Los ingresos recaudados por o en nombre de la entidad muestran un crecimiento acorde con la tasa de inflación.	Los ingresos recaudados por la entidad o en su nombre muestran un crecimiento generalmente inferior a la tasa de inflación.	Los ingresos recaudados por la entidad o en su nombre muestran un crecimiento nulo o negativo.
Si aplica		
El dominio del mercado proporciona fuerza de negociación en los contratos de ingresos clave.	Una posición de mercado como competidor importante apoya la posición negociadora en contratos clave de ingresos.	Posición por debajo del promedio o débil en el entorno del mercado.
Régimen de subvenciones, con un historial muy estable y que no es políticamente sensible, y otras fuentes de ingresos que proveen un soporte alto (contrapartes calificadas en categorías AAA a AA).	Régimen de subsidios, con un historial estable y que no es políticamente sensible, y otras fuentes de ingresos proveen soporte (contrapartes calificadas en las categorías A a BBB).	Régimen de subsidios está constantemente sujeto a cambios/políticamente sensible o no está bien establecido; otras fuentes de ingresos no proveen soporte. (contrapartes calificadas en categorías BB e inferior).
Ingresos suficientes para sostener el desempeño operativo robusto que requiera retiros periódicos de los fondos de inversión (por ejemplo, "dotación de fondos), pero en niveles muy por debajo de los rendimientos de inversión anuales esperados de largo plazo.	Ingresos suficientes para brindar soporte al desempeño operativo requieren retiros periódicos de los fondos de inversión /donaciones en niveles que se aproximan a los rendimientos de inversión de largo plazo esperados.	Ingreso suficiente para brindar soporte a un desempeño operativo equilibrado requieren retiros periódicos de los fondos de dotación /donaciones en niveles que se espera que excedan los rendimientos de inversión de largo plazo esperados.
Una cultura de recaudación de fondos sólida y consolidada; una infraestructura que soporta la infraestructura soporta niveles fuertes donaciones anuales y campañas regulares de capital; una base de donantes grandes iniciativas son menos periódicas; leales generalmente poco expuesta a los ciclos económicos.	Adecuada cultura de recaudación de fondos; infraestructura soporta niveles predecibles de donaciones anuales, pero las donaciones predecibles son menos periódicas; dependencia de donaciones ad hoc en apoyo de necesidades o proyectos específicos.	Cultura de recaudación de fondos limitada o inexistente; la infraestructura no soporta donaciones predecibles o significativas.

^a Para las entidades con ingresos totalmente contratados, la evaluación de los restantes factores característicos de la demanda no suele ser aplicable. ^b A lo largo de este reporte de metodología, las evaluaciones del riesgo de contraparte se refieren a las IDR de largo plazo o a las opiniones crediticias públicas o privadas.

Fuente: Fitch Ratings

Características de la Demanda

Como primer paso en la evaluación del riesgo de demanda, Fitch evalúa si la entidad calificada se beneficia de ingresos totalmente contratados o si este riesgo es impulsado por otras características de la demanda. Algunas entidades tienen flujos de ingresos totalmente contratados, normalmente con un gobierno que les brinda soporte, pero sin limitarse a él, que proporcionan un flujo de efectivo condicionado únicamente a que cumplan con una disposición contractual de disponibilidad para el uso o disponibilidad de entrega. Dado que las entidades con este tipo de ingresos totalmente contratados están menos expuestas a los riesgos habituales de la demanda, el análisis de otros factores de riesgo adquiere mayor importancia a la hora de evaluar el perfil de riesgo.

Lo anterior incluye los riesgos relacionados con el cumplimiento de las condiciones contractuales (disponibilidad, rendimiento y eficiencia), el riesgo de costos y los riesgos de contraparte asociados con los intermediarios. Fitch también considera si los mecanismos para determinar los ingresos son claros y objetivos, de manera que logren reducir las posibilidades de conflictos. También hay modelos mixtos que requieren la evaluación de los riesgos de

volumen o precio, como las empresas de servicios de energía con ingresos base contratados y comercializados parcialmente. Estos modelos requieren un análisis más detallado de las características de la demanda, como la volatilidad y la concentración.

Cuando los ingresos brutos son determinados bajo un marco contractual o regulatorio, Fitch considerará la dependencia relativa de los incentivos legales y regulatorios necesarios para sostener los ingresos. Si la entidad no depende significativamente de ingresos contratados en su totalidad, Fitch considera las siguientes características para evaluar el riesgo: volatilidad de la demanda, concentración y perspectivas de crecimiento. La volatilidad de la demanda refleja el grado de exposición a la volatilidad de la demanda de bienes y servicios, incluyendo si la demanda se estabiliza por contrato o cuánto puede variar la demanda debido a un cambio en el entorno económico. La concentración de la demanda se evalúa a través de la diversificación de la base de clientes; las evaluaciones más fuertes se justificarían para bases de clientes diversas sin concentración significativa de clientes o cierta concentración en contratos totalmente contratados (contratos de arrendamiento o de compra en firme) con contrapartes de mayor solidez financiera. Por último, se evalúa en qué medida el entorno económico subyacente respalda el crecimiento de la demanda. El contexto macroeconómico, que expone a la ERG a grados de volatilidad mayores o menores, así como de incertidumbre, se evalúa a través de la calificación del soberano y su componente "macroeconómico".

Para las entidades en las que la competencia del mercado puede tener una influencia fuerte en la generación de ingresos, la posición de una organización en relación con sus competidores se considera como un área importante en el enfoque analítico. En tales casos, el análisis de Fitch considera la información disponible sobre las tendencias de la participación de mercado, la competitividad de los precios, la reputación de la industria, la cobertura geográfica o presencia comercial, y la diferenciación del producto. Las aspiraciones dirigidas a lograr un posicionamiento o ranking más alto en la industria, apoyar el desarrollo económico del área de servicios o cambiar de manera significativa la concentración de la participación del mercado son evaluadas en conjunto con las realidades prácticas de las competencias actuales de la organización y su capacidad para obtener recursos adicionales para apoyar dichas iniciativas.

Características de los Precios

Como primer paso de la evaluación de las características de fijación de precios, Fitch evalúa si una ERG tiene capacidad independiente para fijar los precios de los bienes y servicios o si es una entidad regulada con limitaciones para fijar los precios.

Algunas entidades tienen capacidad independiente y plena flexibilidad para aumentar las tasas y tarifas. Aun así, pueden estar sujetas a marcos regulatorios o contractuales particulares, que pueden inhibir la recaudación de ingresos suficientes para recuperar todos los costos. Fitch examinará las limitaciones que dichos marcos imponen a la capacidad de una ERG para fijar precios en el contexto de su posición competitiva; en particular, las posibles repercusiones en la demanda de bienes y servicios.

Los proveedores que actúen en condiciones de monopolio (proveedores cuasimonopólicos) de los servicios públicos esenciales operan, por lo general, bajo un marco legal o contractual que establece las bases sobre las cuales los precios deberán ser establecidos y los ingresos deberán ser generados. Estos marcos suelen tener como objetivo mantener la compensación a un nivel que permita la solvencia de la entidad.

En muchas jurisdicciones, los servicios esenciales como la educación superior, la salud, la vivienda social y el servicio de transporte son proporcionados casi exclusivamente por entidades sin fines de lucro o autoridades públicas designadas. Cuando un sector se organiza de esta forma, es acompañado comúnmente por una supervisión regulatoria y un régimen especial de administración de solvencia. Las tarifas, cargos y las compensaciones por servicios se establecen como parte de ese régimen y están por lo general fuera del control del proveedor de servicios.

Aunque las ERG de estos sistemas son efectivamente tomadoras de precios, Fitch considera el historial y la tendencia de crecimiento de los ingresos y la estabilidad de los márgenes para la evaluación de las características de los precios. Las ERG con marcos regulatorios muy favorables, cuyo objetivo es mantener la compensación por los servicios a un nivel consistente más allá de la solvencia de los proveedores sin fines de lucro o de las autoridades públicas de un

servicio público esencial, podrían justificar atributos más fuertes. En tales casos, es poco probable que los cambios en las tarifas afecten sustancialmente a la demanda.

Cuando dichos marcos reguladores mantengan la remuneración de los servicios en niveles que pudieran poner en riesgo la solvencia de los proveedores sin fines de lucro o de las autoridades públicas de un servicio público esencial, requiriendo de otros recursos, como donaciones, subvenciones o apoyos extraordinarios al balance, Fitch considerará que se trata de un atributo de fijación de precios más débil, pero tendrá en cuenta el alcance y la dependencia de dichos recursos en la evaluación general.

Otras Fuentes de Ingresos

Una entidad puede tener ingresos derivados de fuentes distintas a las de sus operaciones. Estas pueden incluir impuestos etiquetados recaudados por la entidad o en nombre de esta para apoyar el servicio de la deuda, las operaciones o ambos. Los ingresos fiscales serán evaluados en términos de volatilidad de la misma manera en que se evalúan los ingresos derivados de tarifas sensibles a la demanda. Una entidad puede beneficiarse de subsidios de un gobierno patrocinador, destinadas a apoyar el desarrollo del capital o las operaciones y mantener la asequibilidad del producto o de los servicios de la entidad. Se realiza una evaluación cualitativa de la previsibilidad del subsidio cuando este representa una parte importante de los ingresos. Un subsidio políticamente sensible, el cual requiere la aprobación periódica de un órgano legislativo, está intrínsecamente más expuesto a un cambio en los ciclos presupuestarios que aquellos subsidios con un historial muy estable, no son políticamente sensibles o comprometidos mediante presupuestos plurianuales.

Instituciones sin Fines de Lucro

Las instituciones sin fines de lucro (SFDL) suelen ser organizaciones creadas por entidades privadas con menor porcentaje de propiedad del gobierno, o sin esta, en comparación con las ERG tradicionales. Sin embargo, persiguen importantes objetivos de PP, como la reducción de la pobreza, el acceso a la educación, servicios de salud y servicios sociales, por lo que entran en el ámbito de aplicación de esta metodología.

Algunas entidades SFDL, como las fundaciones con dotaciones de fondos/donaciones, están expuestas a los riesgos de demanda y de fijación de precios de manera distinta a otros tipos de entidades que tradicionalmente sí cubre esta metodología, que dependen del flujo de efectivo procedente de la provisión de bienes y servicios para cubrir el servicio de la deuda. Para estas entidades, puede que no todos los atributos de las características de la demanda y de fijación de precios sean relevantes y, por tanto, no se incluyen en la evaluación del riesgo de ingresos.

Además de las fuentes de ingresos habituales, basadas en la venta de bienes y servicios y, por tanto, directamente expuestas a las fluctuaciones de la demanda, los ingresos de las entidades SFDL también suelen incluir rendimientos de inversiones y recursos procedentes de fundaciones de beneficencia. Por lo tanto, Fitch evalúa la exposición adicional de una fundación SFDL a la interrupción de los ingresos mediante la evaluación de la calidad de los activos de su cartera de inversiones; incluida la calidad de la cartera de inversiones y la composición de la cartera en términos de diversificación geográfica y sectorial. Además, para algunas fundaciones, será relevante evaluar cómo las líneas de negocio complementarias podrían mantener la estabilidad de los ingresos.

Ciertas empresas sin fines de lucro pueden no ser capaces de producir márgenes operativos positivos basados solo en el patrocinio de sus miembros (admisiones y membresías) y buscan ingresos de inversiones de fondos de beneficencia para sostener la solvencia operativa. En estos casos, se evaluará la tasa relativa de retiros contra las ganancias: retiros en niveles que disminuyen potencialmente el fondo principal se consideran como un atributo 'Más Débil', siempre que no se cuente con una capacidad de procuración de fondos demostrada y esperada que pueda mantener el fondo en niveles consistentes con un perfil 'Más Fuerte' o de 'Rango Medio'.

Riesgo de Gasto

Los riesgos de gasto incluyen el riesgo de costos de operación y suministro, así como el riesgo de planificación de inversiones y financiación de inversiones de capital (capex; *capital expenditure*). Estos reflejan el riesgo de que la entidad podría sufrir una reducción en la disponibilidad, productividad o producción o, alternativamente, incurra en costos de operación,

mantenimiento o en el ciclo de vida superiores a los previstos. Cualquiera de estas circunstancias podría dar lugar a una reducción en el flujo de efectivo previsto, o reducir la flexibilidad financiera de la entidad, lo que se reflejaría en una presión sobre los resultados de operación y, potencialmente, en un deterioro en la capacidad de la entidad para cubrir el servicio de su deuda. Fitch considera los riesgos relacionados con los gastos generales de operación, aquellos asociados al suministro de insumos importantes y al mantenimiento del capital para formar una evaluación general de los riesgos del gasto. Estos riesgos se revisan para evaluar la probabilidad de que ocurran y las consecuencias en caso afirmativo.

Tabla Guía de los Atributos – Gastos

	Más Fuerte	Rango Medio	Más Débil
Costos de Operación y Riesgo de Suministro	Costos completamente traspasados^a		
	Traspaso total de los costos de operación, riesgos de suministro y de volumen a una contraparte financieramente sólida (contrapartes calificadas en categorías AAA a AA).	Traspaso total de los costos de operación, riesgos de suministro y de volumen a una contraparte con una solidez financiera media (contrapartes calificadas entre las categorías de A y BBB).	Traspaso íntegro de los costos de operación y riesgos de suministro y volumen a una contraparte con menor solidez financiera (contrapartes calificadas en categoría BB o inferior).
	O exposición directa a volatilidad de costos		
	Factores de costo bien identificados y volatilidad potencial baja en las partidas principales.	Factores de costo bien identificados con una volatilidad potencial moderada.	Los factores de costo no están bien identificados o hay un historial de volatilidad alta en los costos.
	Flexibilidad en la ejecución del calendario de los gastos de capital principales (costos del ciclo de vida) o gastos no intensivos en capex.	Flexibilidad moderada con respecto a la ejecución de costos principales (ciclo de vida).	Poca flexibilidad en el calendario de ejecución respecto de los costos principales del ciclo de vida.
	Gran capacidad para variar los costos con base en cambios de la demanda.	Capacidad de variar el costo marginal con la fluctuación de la demanda/uso.	Volatilidad de costos de operación y mantenimiento altamente incierta, con potencial de ser significativa (mano de obra, energía o tecnología).
Planificación de inversiones	Aumentos de los costos de operación, mantenimiento y suministro se recuperan totalmente mediante ajustes periódicos de los ingresos (tarifas o cargos) con una metodología transparente.	El aumento inflacionario de los costos de operación, mantenimiento y suministro puede recuperarse sustancialmente mediante ajustes periódicos de los ingresos (ajuste de tarifas o cargos) con una metodología transparente.	Capacidad muy limitada para recuperar el aumento de los costos de operación, mantenimiento y suministro o falta de una metodología transparente para hacer frente a los aumentos de costos.
	No hay limitaciones de suministro de mano de obra o de recursos (monto, costo y tiempo).	Suministro adecuado de recursos y de mano de obra con volatilidad limitada (monto, costo y tiempo).	Posibles limitaciones de la oferta o de la mano de obra (monto, costo y tiempo).
	Si aplica		
Planificación de inversiones	Mecanismos fuertes de planificación y financiación de las inversiones; por ejemplo, el capex se beneficia de una evaluación de ingeniería documentada y se ajusta al plan de ejecución de forma razonable; riesgo de ejecución muy limitado.	Mecanismos adecuados de planificación y financiación de las inversiones; riesgo de ejecución de moderado a bajo.	Mecanismos débiles de planificación de inversiones, historial de mantenimiento diferido o sobrecostos; existe un alto riesgo de ejecución.
	Vencimiento de deuda significativamente dentro de la vida económica esperada.	Vida económica prevista en función del vencimiento de la deuda.	Vida económica esperada inferior al vencimiento de la deuda.
	Tecnología moderna establecida; riesgo bajo de aumento de costos durante el proceso de desarrollo, diseño y construcción.	Tecnología consolidada; cierto riesgo de aumento de costos durante el proceso de desarrollo, diseño y construcción.	Tecnología competidora emergente; por ejemplo, costo bajo o de sustitución.; Tecnología nueva o compleja considerada como un mayor riesgo en el aumento de costos durante el proceso de desarrollo, diseño y construcción.

^a Para las entidades con costos/precio de suministro y riesgos de volumen totalmente repercutidos, la evaluación de los demás factores sobre los riesgos de costo o precio y volumen no suelen ser aplicables y pueden no tenerse en cuenta.
Fuente: Fitch Ratings

Costos de Operación y Riesgo de Suministro

Evaluación del Riesgo de Costos de Operación y del Ciclo de Vida: Fitch examina la estructura, el calendario de ejecución y la volatilidad potencial de los costos de operación y de los gastos de capital o costos del ciclo de vida. Los costos de operación varían según la entidad y el sector, pero suelen incluir todos o algunos de los siguientes elementos: materias primas y servicios públicos, mano de obra, impuestos, seguros y mantenimiento. Las operaciones pueden tener un alto componente de costos variables transmitidos a los ingresos, reduciendo así el apalancamiento operativo, lo cual Fitch considera positivo. La exposición de la entidad a un aumento imprevisto de los costos se examina y considera en el contexto del análisis de los flujos de efectivo.

La mitigación de los costos a través de la transferencia del riesgo a subcontratistas fuertes o contratos con proveedores ajustados a la inflación, contratos de costo más utilidad y similares es considerada en la calificación en la medida en que la solidez financiera de la contraparte sea proporcional a la IDR de la entidad. En algunos sectores, pueden estar presentes riesgos técnicos que afectan los costos de operación y que se centran en el mantenimiento y desempeño dentro de los costos proyectados. Este riesgo varía de manera significativa según el sector y es específico para cada entidad. Los riesgos tecnológicos podrían estar presentes en sistemas y componentes complejos utilizados para producir o entregar productos como el agua y la energía. Cuando el proceso técnico es convencional y probado, el riesgo no es tan grande o es más fácil cuantificarlo si se toman en cuenta experiencias pasadas. Incluso tecnologías con fiabilidad comprobada dependen de su mantenimiento y de cumplir con ciertos estándares de renovación. Fitch considera positivas las fuentes alternativas de bienes y servicios para mitigar los costos y la volatilidad.

Evaluar el Riesgo de Suministro: Las entidades pueden necesitar recursos, incluida mano de obra especializada, o productos, tales como materias primas importantes o equipo especializado, para ofrecer servicios o productos. Fitch evalúa el riesgo de disponibilidad limitada o costos más altos asociados con dichos recursos o productos y el impacto potencial en la flexibilidad financiera de una entidad.

Cuando el riesgo de recursos es alto y los mercados se caracterizan por falta de liquidez, Fitch puede asumir una tasa de crecimiento del gasto mayor que la registrada históricamente para un recurso clave. El marco de ingresos de la entidad puede actuar como un mitigante de la volatilidad de los costos asociada a insumos clave. Cuando el marco de ingresos proporciona flexibilidad para recuperar los costos de insumos, la capacidad para hacerlo puede verse limitada si los aumentos en los costos del insumo pudiesen provocar que el producto de la entidad se torne poco económico y cause una demanda o uso reducidos. [Ver la subsección "Riesgo de Ingresos"]. Los riesgos de costos y disponibilidad de recursos también pueden ser manejados mediante la fijación de los costos de recursos clave a través de un contrato. Los contratos de trabajo pueden ser una fuente de estabilidad o volatilidad según el entorno. Se considerará en el análisis una evaluación cualitativa sobre cualquier presión en los costos laborales en el contexto de la renovación de los contratos de trabajo.

Para un servicio público, la fijación de costos de insumos de productos básicos clave a través de contratos de suministro, para fijar el volumen y/o precio al cual el recurso o producto es suministrado, es una forma efectiva de mitigación del riesgo asociado a la volatilidad en el costo en lo que respecta a la calidad crediticia de la contraparte. La calidad crediticia de los "proveedores", independientemente de que los suministros se contraten a largo plazo o no, se considera cuando existe una dependencia del proveedor. Si no existe ninguna dependencia, la calidad del crédito del contratista no es una limitación en una calificación. Una entidad no será considerada dependiente de un proveedor cuando haya alternativas de respaldo disponibles. Sin embargo, cuando el suministro de reserva es importante, también hay una pregunta analítica en torno al riesgo de precios que puede existir si se ha utilizado un proveedor de respaldo. Esto puede evaluarse a través de estreses considerando la volatilidad de los precios, así como el análisis de punto de equilibrio, que evalúa la resistencia bajo niveles de precios históricamente altos. Cuando es relevante, Fitch también examina la disponibilidad de rutas de suministro alternativas confiables.

Planificación de la Inversión

Restricciones de Capacidad y Recuperación de Costos: La revisión que hace Fitch de la planeación y la administración del capital se centra en las restricciones y limitaciones actuales de la capacidad, los supuestos que subyacen a las proyecciones y el proceso de presupuesto del capital. Además, se revisan las fuentes de financiación, que pueden incluir una combinación de ingresos por deudas, efectivo disponible, regalos, apropiación gubernamental y otras fuentes, para determinar la racionalidad de las suposiciones del escenario base de Fitch o de estrés/calificación. [Ver sección de “Análisis de Escenarios”].

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

Fitch evaluará en qué medida los costos de renovación de infraestructura pueden ser recuperados a medida que se presentan o con ajustes automáticos periódicos de ingresos como es el caso de ciertos marcos regulatorios.

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

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

Riesgo de Pasivos y Liquidez

Fitch analiza los efectos de las características de la deuda y liquidez sobre la solvencia de la entidad. Estos efectos incluyen riesgos, como el alza inesperada de los intereses o del principal, y protecciones, como el servicio de la deuda aplazable o el uso obligatorio de remanentes de efectivo. El análisis tiene en cuenta la estructura de la deuda, incluidas las prelacións, la amortización, el vencimiento, el riesgo de tipo de cambio y de tasa de interés, y la cobertura asociada, la exposición a pasivos fuera de balance, la liquidez, las reservas, *covenants* financieros y cláusulas detonantes en el contexto del EO de la entidad.

Tabla Guía de los Atributos – Pasivos y Liquidez

	Más Fuerte	Rango Medio	Más Débil
Características de la Deuda	Mercado financiero desarrollado y marco nacional sólido para el manejo de la deuda y liquidez, regulación prudencial estricta y disciplina formal y/o del mercado financiero.	Evolución del mercado financiero y marco nacional para el manejo de la deuda y la liquidez.	Mercado financiero subdesarrollado, marco nacional débil para el manejo de la deuda y la liquidez.
	Perfil de deuda sólido con un perfil de repago uniforme y de largo plazo (vida media de la deuda mayor de seis años) con poca proporción de deuda de corto plazo; gran 3 a 6 años), cierta proporción de deuda de acceso moderado al mercado o limitado de acceso al mercado o acceso solo a	Cierto uso de deuda <i>bullet</i> con una vida media de la deuda a medio plazo (de corto plazo (menor de tres años), necesidades anuales elevadas de refinanciación, historial	Perfil de deuda con alta concentración de vencimientos y vida media de la deuda de corto plazo (menor de tres años), necesidades anuales elevadas de refinanciación, historial

Tabla Guía de los Atributos – Pasivos y Liquidez

	emisor con acceso establecido a mercados financieros desarrollados.	acceso solo a mercados financieros en evolución.	en mercados financieros subdesarrollados.	débiles o
	Exposición mínima al riesgo de tasa de interés variable no cubierto o al riesgo de tipo de cambio.	Exposición limitada al riesgo de tasa de interés variable no cubierto o al riesgo de tipo de cambio.	Exposición importante al riesgo de tasa de interés variable no cubierto o al riesgo de tipo de cambio.	
	Riesgos fuera de balance muy limitados (por entidades satélites, garantías, pensiones, etc.).	Algunos riesgos fuera de balance (por entidades satélites, garantías, pensiones, etc.).	Riesgos importantes fuera de balance (por entidades satélites, garantías, pensiones, etc.).	
	Más Fuerte	Rango Medio	Más Débil	
Características de Liquidez	Mecanismo sólido de soporte de liquidez establecido con riesgo de contraparte bajo (el gobierno que lo respalda está calificado entre las categorías AAA y AA).	Existe un marco que proporciona soporte de liquidez, pero dentro de las posibilidades financieras del emisor, con un riesgo de contraparte moderado (el gobierno que lo respalda está calificado entre las categorías A y BBB).	Marco que proporciona un soporte de liquidez nulo o muy limitado, por debajo de las posibles necesidades del emisor, o un soporte de liquidez con alto riesgo de contraparte (el gobierno que lo respalda está calificado en la categoría BB o inferior).	
		O		
	Acceso amplio a liquidez en varias formas, por ejemplo, efectivo sin restricciones, depósitos líquidos, líneas comprometidas sin disponer con riesgo de contraparte (calificaciones de los bancos) entre las categorías AAA y AA.	Emisor de deuda regular con un buen acceso al mercado; liquidez disponible en diversas formas, especialmente efectivo restringido, depósitos líquidos, líneas comprometidas no utilizadas con riesgo de contraparte (calificaciones de los bancos) entre las categorías A y BBB.	Historial limitado de acceso al mercado; escasa liquidez disponible; concentración de riesgo de contraparte elevada en líneas de liquidez comprometidas (calificaciones de los bancos) en categorías BB o inferior.	

Fuente: Fitch Ratings

Características de la Deuda

Las características de la deuda de una entidad, como el vencimiento, el monto y la moneda, se obtienen generalmente de los contratos de crédito o de la documentación del bono, incluida la documentación de la oferta. En algunos casos, estas características también podrán obtenerse de la hoja de términos y condiciones, el prospecto o las representaciones de las entidades. La obligación de pagar intereses, incluidos la base de tasa de interés, el margen, las fechas de pago, los períodos de gracia y si el interés debe ser diferido y la obligación de pagar el principal de acuerdo a un calendario de amortización, se establecen juntos tomando en cuenta la prioridad de estos pagos. Los riesgos de aceleración del pago del principal a raíz de un incumplimiento o de ciertos eventos detonantes identificados son considerados al formar una opinión sobre el riesgo de insolvencia de una entidad y el impacto, de haberlo, en el riesgo de incumplimiento de cualquier deuda calificada.

Fitch analizará el riesgo cambiario, el tipo de tasa de interés o el riesgo de refinanciamiento cuando afecte a una parte sustancial del perfil financiero de la entidad, utilizando supuestos de estrés en los costos de la deuda y liquidez derivados de patrones históricos en el mercado de deuda pertinente. Fitch señalará si los instrumentos de deuda incluyen obligaciones financieras de hacer o no hacer o de otro tipo que puedan provocar una amortización acelerada y la capacidad relativa de la entidad para manejar ese riesgo. Fitch suele considerar que las entidades expuestas a un riesgo de refinanciamiento importante son estructuralmente más débiles desde el punto de vista crediticio, ya que están expuestas a una incertidumbre mayor con respecto al acceso al mercado y al costo de la deuda en el futuro. En consecuencia, las entidades con una proporción importante de deuda con vencimiento en un año suelen tener una evaluación más baja para este sub-FCR, a menos que existan factores mitigantes importantes, como suficiente liquidez acumulada, fondos de amortización o una expectativa de acceso sin restricciones al mercado de deuda para su refinanciamiento.

Las entidades expuestas a tasas de interés variables pueden mitigar dicha exposición en su totalidad o parcialmente mediante coberturas de tasas de interés. Fitch considera si la parte no cubierta de la exposición, de haberla, o cualquier exposición de refinanciamiento tendrían un impacto sustancial en el perfil financiero de la entidad, considerando supuestos de tasas de interés en estrés. Las exposiciones de divisas se consideran de manera similar.

Fitch evaluará la estructura de la deuda para identificar pasivos de otras fuentes, incluidos derivados y líneas de capital de trabajo identificados en los estados financieros auditados y no auditados, proporcionados por una entidad. Los swaps son utilizados más comúnmente para brindar cobertura a los costos por intereses, pero también para mitigar los riesgos de tipo de cambio, inflación u otros riesgos. En los casos en que esos riesgos no están cubiertos y estén presentes en un grado significativo, Fitch evaluará el estrés de la tasa de interés y del tipo de cambio para analizar el impacto que tendría un cambio significativo en la capacidad de la entidad para cumplir con el servicio de la deuda con costos más altos o ingresos menores. Las políticas de cobertura podrían reducir de forma eficiente la exposición a los riesgos de tasas de interés o de tipo de cambio, pero serán evaluadas dentro del análisis de los riesgos de contraparte.

Es posible que se solicite a la entidad que constituya garantías bajo los contratos de suministro y de compra del total de la producción para cubrir ingresos de reposición a la contraparte si la instalación experimenta interrupciones. La fuente de la garantía que se constituya o las cartas de crédito de reposición serán evaluadas para determinar la capacidad de la entidad para desempeñar esta obligación en virtud del contrato pertinente.

Características de Liquidez

Esta evaluación aborda únicamente la dimensión del "stock" de la liquidez total, es decir, no captura la generación de flujo de efectivo; la cual se abordada por separado en el análisis de escenarios y en el análisis financiero. En cambio, para evaluar la dimensión de "stock" de la liquidez, Fitch considera tanto las necesidades de liquidez de una entidad como sus recursos de liquidez internos y externos. El análisis se centra en los recursos líquidos que se espera que estén disponibles para una entidad durante una desaceleración económica, cuando es más probable que el acceso a la liquidez sea limitado, con el fin de reducir un déficit presupuestario (sin importar su origen) o para amortizar la deuda de vencimiento próximo.

El análisis comienza con las disposiciones del marco institucional que abordan el uso de mecanismos de apoyos a la liquidez de emergencia para una entidad, por parte del respectivo gobierno de soporte. Sin embargo, se tiene en cuenta el riesgo de contraparte asociado al proveedor de liquidez y puede estar limitado por la calificación de dicho proveedor. Además del análisis legal, Fitch analiza el historial y la eficacia de estos mecanismos de liquidez.

A nivel del emisor, Fitch examina el efectivo no restringido; es decir, los saldos de efectivo disponibles para el servicio de las obligaciones de deuda. Comúnmente, lo anterior corresponde a las reservas asignadas al servicio de la deuda más el efectivo e inversiones no restringidos y las líneas de liquidez comprometidas con instituciones financieras.

Otras fuentes son la liquidez comprometida con los bancos disponible de diversas maneras. En algunas jurisdicciones, las líneas de crédito comprometidas no son un instrumento financiero común y los bancos normalmente conceden un límite de crédito a una entidad y su utilización requiere aprobación. Fitch podría aplicar el ajuste correspondiente y considerar el límite de crédito respectivo como una línea de crédito comprometida si el límite de crédito pudiera considerarse vinculante. Fitch evalúa el riesgo de contraparte de las líneas de liquidez comprometidas, lo cual se refleja en las calificaciones de los bancos.

Evaluación del Perfil de Riesgo

El perfil de riesgo refleja el riesgo asociado a un debilitamiento inesperado de la capacidad que tienen las entidades para cubrir sus necesidades de servicio de la deuda en el horizonte del escenario proyectado. Esto tiene en cuenta las disminuciones inesperadas en el flujo de efectivo debidas a caídas en los ingresos, aumentos de los gastos e incrementos del servicio de la deuda impulsados por la estructura de la deuda (por ejemplo, exposición a moneda extranjera) o aumentos del costo de la deuda (por ejemplo, tasa variable de deuda) en el contexto del entorno macroeconómico. Esto último se evalúa principalmente a través de la calificación respectiva del soberano.

El riesgo asociado podría variar desde muy alto para los perfiles de riesgo evaluados en 'Vulnerable' hasta poco significativo para los perfiles de riesgo en 'Más Fuerte' [ver "Tabla Guía para Obtener el Perfil de Riesgo"] e incluirse en el análisis de escenarios, dando lugar a una mayor magnitud del estrés para las entidades con evaluaciones bajas de perfil de riesgo.

Una vez evaluado cada uno de los tres FCR con un atributo, se obtiene una evaluación final del perfil de riesgo basada en los atributos y en la importancia relativa de cada FCR, de modo que se escala el riesgo global de la entidad.

La siguiente tabla presenta un marco típico¹ para combinar los atributos de los FCR en una evaluación general del perfil de riesgo. Si un componente de un FCR no es relevante para una empresa o sector, la tabla guía puede utilizarse como punto de partida, y la evaluación final del perfil de riesgo se realizaría considerando la combinación de los componentes relevantes del FCR.

Tabla Guía para Obtener el Perfil de Riesgo

Perfil de Riesgo	Puntaje Implícito del EO	Combinación de Atributos sobre los Factores Clave de Riesgo
Más Fuerte	aa	Todos en 'Más Fuerte'.
Rango Medio Alto	a	Una combinación de atributos en 'Más Fuerte' y 'Rango Medio'; ninguno en 'Más Débil'.
Rango Medio	bbb	Todos los atributos en 'Rango Medio' o una combinación de 'Más Fuerte', 'Rango Medio' y 'Más Débil'.
Rango Medio Bajo	bb	Dos en 'Rango Medio' y uno en 'Más Débil'.
Más Débil	b	Mayoría de atributos en 'Más Débil'.
Vulnerable	c	Todos los atributos en 'Más Débil' en países calificados en categoría 'B' o inferior.

Fuente: Fitch Ratings

Perfil Financiero

Análisis de Escenarios

El siguiente paso del análisis consiste en determinar la flexibilidad financiera y operativa de la entidad mediante una evaluación cuantitativa de su capacidad de pagar su deuda y otras obligaciones. El análisis de escenarios conectará la evaluación relativa del perfil de riesgo de una entidad con su perfil de apalancamiento, la cobertura y la posición de liquidez de la entidad.

El análisis de escenarios de Fitch evalúa el desempeño financiero de una entidad en un marco prospectivo (normalmente en un horizonte de cinco años) y a través del ciclo, en lugar de en un punto en el tiempo. Fitch considera la evolución del perfil financiero de la entidad, su punto más bajo y su promedio a través del ciclo.

La elección de los supuestos del escenario y el resultado del análisis del escenario es un determinante cuantitativo clave del PCI y suele ser un punto central de discusión en los comités de calificación. Fitch determinará los escenarios base y los escenarios de calificación adecuados (definidos más adelante) sobre una base que busque la consistencia y la comparabilidad con entidades que tengan atributos de perfil de riesgo similares en otros sectores o jurisdicciones.

El objetivo de Fitch es utilizar un conjunto común de supuestos (como el crecimiento del PIB, la inflación o el costo de la deuda) para el grupo de pares de calificación correspondiente; por ejemplo, créditos dentro del mismo EO. Este es un paso clave para garantizar un enfoque consistente en la formación de los escenarios de calificación.

Escenario Base

Fitch evaluará un escenario de flujos de efectivo que sirva como la proyección de la agencia, o escenario base, en el entorno macroeconómico actual. El escenario base refleja la evolución de los ingresos, costos y gastos de capital de una entidad, consistente con las expectativas de la agencia. El escenario base sirve como punto de partida del escenario de calificación y del análisis de sensibilidad.

El escenario base refleja la tendencia del desempeño histórico de la ERG, sujeto a supuestos analíticos macroeconómicos relevantes y específicos del emisor. Fitch considerará información

¹ Partimos de la base de que las combinaciones de evaluación de atributos 'Más Fuerte' y 'Más Débil' (sin 'Rango Medio') son poco frecuentes y difícilmente sostenibles.

histórica, proyecciones de la entidad y datos de terceros, cuando estén disponibles, para evaluar el desempeño futuro de la entidad. El uso de esta información dependerá de su calidad y de la opinión de Fitch sobre su relevancia para la evaluación del desempeño futuro.

Cuando las proyecciones de la entidad sugieran que el desempeño futuro será distinto del histórico, debido a un aumento significativo de capital, una nueva adquisición o el desarrollo de un servicio nuevo o ya existente, Fitch evaluará la información proporcionada por la entidad que respalde dichos supuestos. Es poco probable que las proyecciones de las entidades que se basan en un crecimiento agresivo del volumen, la captación de cuota de mercado, el aumento de las tarifas/tasas o la reducción de los gastos se reflejen en el escenario base. Fitch puede solicitar a la entidad un análisis de sensibilidad, haciendo hincapié en los supuestos de proyección principales, para evaluar el riesgo asociado al plan de negocio y reflejarlo en el escenario base o en el escenario de calificación de Fitch.

Escenario de Calificación

El escenario de calificación de Fitch se desarrollará mediante la aplicación de estrés a variables clave del escenario base. El escenario de calificación revelará los niveles y los cambios en las métricas clave operativas, de apalancamiento y de liquidez que se consideran consistentes con el nivel de calificación a través de ese estrés y en la siguiente recuperación.

A continuación, se describen los factores de estrés relacionados con los ingresos, costos y riesgos financieros que pudieran incorporarse al escenario de calificación. La magnitud de los estreses aplicados se basará en la evaluación de la volatilidad reflejada en las evaluaciones cualitativas de los FCR, los datos históricos y los informes de expertos de terceros, cuando proceda. Fitch no tiene en cuenta el punto bajo, más bien a la evolución del perfil financiero que puede esperarse razonablemente y que, a menudo, incluirá una recuperación en el entorno económico.

Para una entidad cuyo escenario base indique un resultado analítico sugerido en categoría 'b' [ver "Tabla Guía de los Resultados Analíticos"], el análisis del escenario base por sí mismo será suficiente para evaluar el riesgo de incumplimiento. En tal situación, un estrés adicional no ubicaría la evaluación del PCI por debajo de la categoría 'b', ya que esta transición se basaría en las definiciones de calificación. [Para más detalles, ver sección "Grado Especulativo Inferior"].

Establecimiento de Estreses del Escenario de Calificación

En el caso de las entidades expuestas al riesgo de demanda, el escenario de calificación de Fitch reflejará el enfoque a través del ciclo de las calificaciones de Fitch y evaluará la demanda y el consiguiente estrés sobre los ingresos que se proyecta experimente una entidad en una recesión económica de intensidad y duración razonables en el país correspondiente. Los analistas pueden utilizar datos históricos que analicen las variaciones de los ingresos o de la demanda desde su punto más alto hasta su punto más bajo en uno o más ciclos que afecten a la entidad. Cuando una entidad dependa significativamente de los ingresos fiscales para complementar su desempeño operativo, la volatilidad de ese flujo de ingresos se considerará consistente con los enfoques de la "Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales".

Cuando una entidad tenga riesgos de demanda mitigados por fuentes de ingresos contratados, los supuestos del escenario de calificación de Fitch se enfocarán en los factores de estrés que afecten a la eficiencia de la producción y a los costos de operación y de capital, en su caso, que no son recuperables con los ingresos contratados.

Cuando los ingresos por fondos de beneficencia son una fuente de ingresos importante, el desempeño histórico y la perspectiva de Fitch sobre los rendimientos de inversión esperados en el largo plazo se reflejarán en general en el escenario base de Fitch. Los rendimientos históricos de una entidad y la tendencia de dichos rendimientos se tendrán en cuenta a la hora de elaborar el escenario de calificación.

Los estreses de riesgo financiero se consideran de manera similar a los estreses de ingresos y costos; algunos solo podrían aplicar a instrumentos de deuda calificados individualmente. Los estreses financieros comunes, como tasas de interés y tipos de cambio, pueden estar cubiertos o parcialmente cubiertos. Los estreses sobre tasas de interés y sobre la moneda serán específicas de cada país y reflejarán patrones históricos de volatilidad.

En el caso de los riesgos de refinanciación, Fitch evaluará el impacto de los costos de capital más elevados al momento de refinanciar, en función del tiempo transcurrido hasta la fecha del mismo, el historial de acceso al mercado de la entidad y el patrón asociado a entidades en situación similar. Los estreses reflejarán un cambio en el nivel de las curvas de tasas de interés en el mercado de referencia, aumentando el nivel de estrés cuanto más lejana sea la fecha de refinanciamiento. El rango de estrés será mayor en los mercados con mayores niveles de volatilidad en las tasas de interés.

Sensibilidad Adicional para Evaluar el Posible Cambio Estructural

Fitch puede considerar llevar a cabo un análisis de sensibilidad adicional más allá del escenario base y de calificación cuando sea necesario para evaluar posibles cambios estructurales, si los hubiera, que pudieran afectar a la entidad. Estas sensibilidades adicionales pueden utilizarse para evaluar si dicho cambio estructural daría lugar a un cambio en el perfil financiero de tal magnitud que señalara un riesgo elevado de transición en su perfil financiero, en comparación con entidades con perfiles similares, lo que debería reflejarse en la calificación.

Métricas para Evaluar el Perfil Financiero

Los resultados de los escenarios de flujos de efectivo se resumen en varias métricas financieras que se utilizan de forma combinada para evaluar el perfil financiero. Las métricas pretenden proporcionar medidas del perfil de apalancamiento y el perfil de liquidez de una entidad y se utilizan de forma selectiva según convenga para un sector determinado. Los valores de las métricas asociadas a una categoría específica del PCI pueden variar ampliamente entre entidades de un mismo sector, en función de la evaluación del perfil de riesgo de la entidad.

Métricas Primarias

La métrica clave considerada en la evaluación del perfil de apalancamiento será la razón de deuda neta ajustada sobre EBITDA². Los aspectos cualitativos de las características de la deuda de un emisor se consideran en el análisis del perfil de riesgo que aborda la exposición a riesgos contingentes y otros riesgos fuera de balance no incluidos en el análisis cuantitativo del perfil financiero de la entidad.

Fitch incluye en su cuántica de deuda los créditos originados o los bonos en poder del gobierno correspondiente o de instituciones financieras relacionadas con el gobierno, aunque tales deudas gubernamentales suelen ofrecer una flexibilidad considerable frente a la deuda de mercado. Normalmente, Fitch no consideraría como incumplimiento el impago de la deuda relacionada con el gobierno (típicamente créditos de una autoridad gubernamental respectiva). Cuando dicha deuda relacionada con el gobierno es significativa, la exposición real al incumplimiento de la deuda financiera ordinaria es, por lo tanto, menor y Fitch podría tener esto en cuenta en el análisis de pares y en un PCI final más alto, cuando sea relevante.

Fitch revisa la financiación de las pensiones de beneficios definidos como parte de su análisis de la deuda ajustada. También reconoce que los pasivos por pensiones, en comparación con la deuda en bonos, son pasivos que pueden verse influenciados significativamente por diversos supuestos actuariales, contables, de inversión y de otro tipo. En caso de que exista, Fitch incluye la parte no financiada de los pasivos por pensiones, en la deuda ajustada del emisor cuando evalúa el perfil financiero de una entidad.

Los pagos efectuados en virtud de arrendamientos operativos se consideran gastos operativos; sin embargo, Fitch considera que ciertos arrendamientos operativos a largo plazo funcionan más como arrendamientos de capital o deuda y, por tanto, incluye el monto capitalizado de este arrendamiento operativo en la deuda ajustada.

Los valores a precios de mercado de los derivados o contratos que requieren garantía, por lo general, no se agregan a la deuda para medir el apalancamiento, ya que los valores están sujetos a fluctuaciones más frecuentes. Los riesgos relacionados se tienen en cuenta en la evaluación del perfil de riesgo del emisor. En el análisis de escenarios y en la evaluación del perfil financiero

Deuda Neta Ajustada

Fitch calcula una métrica de deuda ajustada que incluye toda la deuda financiera de largo y corto plazo, los arrendamientos financieros y otros pasivos considerados por Fitch como deuda.

Esta última, denominada como "otras deudas consideradas por Fitch", incluye pasivos que Fitch considera equivalentes a deuda, por ejemplo, pasivos por pensiones no fondeados, ciertas partes de arrendamientos operativos y la reclasificación de ciertas partes de los pasivos contingentes de una entidad, concretamente los casos en que el riesgo contingente no es remoto y es probable que se materialice.

El efectivo no restringido y los equivalentes de efectivo no restringidos (por ejemplo, inversiones líquidas) y los fondos de reserva fácilmente disponibles se deducen de la deuda ajustada para calcular la deuda neta ajustada.

² Normalmente, el EBITDA es una medida estándar del flujo de efectivo disponible para el pago del servicio de la deuda. Sin embargo, en una situación en la que los ingresos operativos no son una fuente importante del servicio de la deuda, Fitch utiliza el flujo de efectivo disponible para el servicio de la deuda (FEDSD).

de Fitch también se incorporarán los efectos de los contratos de derivados sobre el flujo de efectivo y el pasivo, cuando sea relevante.

El enfoque de Fitch para la evaluación del perfil financiero otorga mucha más importancia a las métricas basadas en el flujo de efectivo. Sin embargo, cuando sea probable que el repago de la deuda de la entidad proceda de la venta de activos, además del flujo de efectivo generado por las operaciones, Fitch podrá utilizar métricas complementarias basadas en el balance para la evaluación del perfil de apalancamiento; en particular, la razón de préstamo a valor del activo (LTV; *loan-to-value*), calculado como deuda neta ajustada al valor de inversión de la cartera. En tales situaciones, tanto el índice de apalancamiento como la razón de LTV se considerarán métricas primarias y se utilizarán en conjunto para evaluar el perfil financiero.

La razón de LTV podría utilizarse para posicionar las evaluaciones del perfil financiero de entidades en sectores específicos, incluidos, entre otros, las SIHC, las instituciones SFDL, desarrolladores urbanos y los proveedores de viviendas sociales, y solo podría utilizarse si el valor de inversión de la cartera se basa en datos suficientemente confiables. La composición de los activos de la cartera varía según las entidades en los distintos sectores y podría incluir la participación en acciones minoritarias, propiedades de inversión, construcciones en curso y terrenos para desarrollos. El efectivo y las inversiones líquidas ya incorporadas en el cálculo de la deuda neta se excluyen del cálculo del valor de inversión de la cartera.

Dado que el valor contable de las inversiones que se reportan en los estados financieros puede no reflejar el valor actual de mercado de los activos considerados, el valor de inversión de la cartera se calcula, cuando esté disponible, utilizando precios observados en el mercado o, para las sociedades de cartera que no cotizan en bolsa, utilizando los valores netos de los activos que figuran en los estados financieros. Pueden realizarse otros ajustes, según proceda, para tener en cuenta la veracidad potencial de las estimaciones de los títulos de inversión. También se efectúan recortes en las valoraciones de los títulos negociables u otros activos de la cartera para estimar su valor razonable, en caso de liquidación total o parcial.

Métricas Secundarias

Las métricas de cobertura se utilizan como métricas complementarias o secundarias para la evaluación del perfil financiero con el fin de medir la capacidad de una ERG para cubrir las obligaciones de deuda actuales. El impacto de las métricas secundarias en la evaluación final del perfil financiero es asimétrico; es decir, solo las métricas de cobertura débiles podrían afectar la evaluación del perfil financiero.

Fitch utiliza la razón de cobertura del servicio de la deuda (RCSD) para medir la holgura entre el importe total del servicio de la deuda pendiente de pago y el EBITDA en un período determinado, así como la razón de cobertura de liquidez (RCL) para medir la holgura entre el servicio de la deuda y los recursos de liquidez disponibles para una entidad en un período determinado. Cuando una entidad tenga deuda con vencimiento "*bullet*" que se prevea refinanciar, Fitch podrá considerar la razón de cobertura de interés bruto (RCIB), en lugar del DSCR. [Para mayor detalle, ver el "Apéndice C: Definiciones Clave"].

Para determinar sus razones de cobertura, Fitch calcula los requerimientos del servicio de la deuda, es decir, los intereses pagados en efectivo y el total de la deuda pendiente que vence dentro del ejercicio vigente, incluida la parte corriente de las obligaciones de arrendamiento financiero. Los recursos disponibles para el servicio de la deuda incluyen el efectivo, los títulos con grado de inversión altamente líquido y las líneas de liquidez a las que el emisor puede acceder directamente. Se evalúa el riesgo de contraparte de las líneas de liquidez comprometidas, reflejado en las calificaciones de los bancos, y se ignoran las líneas de liquidez con calificaciones crediticias que estén una categoría de calificación completa o más por debajo del PCI del emisor.

Los recursos líquidos disponibles que posea una entidad deben ser fondos discrecionales que, si se utilizaran en su totalidad, no interrumpirían las operaciones normales del negocio. Además, Fitch solo considera aquellos recursos que son estables. La agencia analiza la estacionalidad potencial o periodicidad de los flujos de financiamiento principales para determinar si los recursos disponibles se han visto inflados por aumentos repentinos de dichos ingresos. Solo se consideran recursos líquidos al efectivo y las inversiones disponibles de forma consistente a lo largo del año.

La RCL también se utiliza para diferenciar entre la opción base y la superior de calificaciones de corto plazo [ver el “Apéndice B: Calificaciones de Corto Plazo”]. El impacto de las métricas secundarias en la evaluación final del perfil financiero es asimétrico, por lo que no mejoran la evaluación, debido a un puntaje más alto de las métricas de cobertura. Además, las métricas de cobertura y la razón de LTV, cuando proceda, podrían considerarse en el análisis de pares para el posicionamiento de escalón específico del PCI.

Posicionamiento del Perfil Financiero

A partir de la combinación de las métricas primarias y secundarias relevantes, Fitch determina la evaluación del perfil financiero basada en la tabla a continuación. El puntaje sugerido por la razón de apalancamiento actuará normalmente como punto de partida para esta evaluación. En los casos en los que la razón de LTV sea relevante y respalde la evaluación del perfil financiero, Fitch podría considerar una mejora en la evaluación del perfil financiero de hasta dos categorías a partir del nivel sugerido por la razón de apalancamiento. Las métricas secundarias podrían conducir a un resultado más bajo de la evaluación final del perfil financiero, hasta una categoría de calificación respecto del puntaje del perfil financiero, si revelan una debilidad material adicional.

La selección del valor de la métrica de referencia se considera a lo largo del horizonte de cinco años del escenario de calificación, para reflejar mejor el riesgo asociado a la entidad. Normalmente, para las métricas de apalancamiento, RCSD y RCIB, este posicionamiento se pondera hacia el final del horizonte de cinco años del escenario; mientras que para la RCL, que se centra en las necesidades de servicio de la deuda de corto plazo, el primer año del escenario de calificación debe utilizarse como año de referencia.

Tabla Guía para Obtener el Perfil Financiero

	Métricas Primarias		Métricas Secundarias		
	Razón de Apalancamiento (x)	Razón de LTV (%)	Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (RCSD) (x)	Razón de Cobertura de Interés Bruto (RCIB) (x)	Razón de Cobertura de Liquidez (RCL) (x)
aaa	$X \leq 0$	$X \leq 20$	$X \geq 3$	$X \geq 10$	$X \geq 5$
aa	$0 < X \leq 4$	$20 < X \leq 40$	$2 \leq X < 3$	$6 \leq X < 10$	$3 \leq X < 5$
a	$4 < X \leq 8$	$40 < X \leq 50$	$1.4 \leq X < 2$	$4 \leq X < 6$	$1.8 \leq X < 3$
bbb	$8 < X \leq 12$	$50 < X \leq 60$	$1 \leq X < 1.4$	$2 \leq X < 4$	$1.2 \leq X < 1.8$
bb	$12 < X \leq 18$	$60 < X \leq 80$	$0.6 \leq X < 1$	$1 \leq X < 2$	$0.8 \leq X < 1.2$
b	$X > 18$	$X > 80$	$X < 0.6$	$X < 1$	$X < 0.8$

Fuente: Fitch Ratings

Perfil Crediticio Individual

Posicionamiento del Resultado Analítico Sugerido

La “Tabla Guía de los Resultados Analíticos” a continuación ofrece una guía para los resultados analíticos sugeridos, alineando las evaluaciones del perfil de riesgo global de una entidad con su perfil financiero. Un resultado analítico sugerido es el punto de partida para evaluar el PCI del emisor.

En el caso de entidades con obligaciones financieras, pero sin deuda financiada, o para entidades sin deuda neta, la métrica de apalancamiento puede ser menos importante en una calificación. En estos casos, la evaluación del riesgo de ingresos o de gastos puede ser más relevante para determinar el resultado final de la calificación, o bien, podría dar lugar a un PCI inferior al sugerido por la tabla guía de resultados analíticos. Las entidades con perfiles de liquidez débiles pueden estar limitadas a grado de inversión bajo, a pesar de mostrar otras fortalezas.

Tabla Guía de los Resultados Analíticos

Perfil de Riesgo	Perfil Financiero					
Más fuerte	aaa o aa	a	bbb	bb	b	
Media alta	aaa	aa	a	bbb	bb	b
Media		aaa	aa	a	bbb	bb o inferior
Media baja			aaa	aa	a	bbb o inferior
Más débil				aaa	aa	a o inferior
Vulnerable					aaa	aa o inferior
Resultado Analítico Sugerido	aaa	aa	a	bbb	bb	b

Fuente: Fitch Ratings

El escalonamiento específico del PCI se basa principalmente en el análisis de pares, el cual incluye la evaluación del posicionamiento del perfil de riesgo de una entidad y de las métricas financieras primarias y secundarias frente a pares. Las métricas **secundarias**, en particular la RCL, se utilizan para diferenciar entre los PCI en 'b' y 'b-', especialmente cuando la respectiva métrica primaria de apalancamiento es sustancialmente débil. El PCI también puede verse afectado por consideraciones de riesgo asimétrico o riesgo de contraparte, como se describe a continuación.

La diferenciación entre las evaluaciones en categorías 'b' e inferiores (es decir, 'ccc' e inferiores) se determina principalmente por factores específicos del soberano y del emisor, como entornos económicos y financieros adversos, y la posición relativa ya de por sí débil del perfil financiero y del posicionamiento del perfil de riesgo de una entidad evaluada en estos niveles. Por estas razones, no se incorporó en la tabla anterior un resultado analítico sugerido de 'ccc' o inferior. En estos casos, los matices para el posicionamiento del PCI se definen en la sección "Grado Especulativo Inferior".

Análisis de Pares

El análisis de pares es un paso importante para derivar el escalón específico del PCI a partir del resultado analítico sugerido. Cuando se disponga de información sobre entidades pares relevantes (normalmente del mismo sector, región y EO), esta se utilizará para el análisis comparativo de los factores de riesgo individuales (tanto cualitativos como cuantitativos) o para establecer el PCI, con respecto al grupo de pares.

El análisis de pares desempeñará una función más importante en los sectores cuyo portafolio de calificaciones esté más desarrollada. Cuando el portafolio sea limitado, se ampliará el espectro de créditos a comparar; la comparabilidad es menos directa y, por tanto, menos informativa. Fitch utiliza métricas homogéneas, normalizando los supuestos y utilizando definiciones uniformes para garantizar la comparabilidad. Bajo este enfoque, los escenarios de calificación de un país determinado se basarán en los supuestos macroeconómicos comunes, y los supuestos entre países se comparan y establecen puntos de referencia.

Consideraciones sobre el Riesgo Asimétrico

La evaluación del PCI también tendrá en cuenta ciertos factores de riesgo adicionales que podrían afectar el resultado final del PCI. Estos factores de riesgo adicionales actúan de forma asimétrica, ya que en los niveles finales de calificación, solo se tienen en cuenta las características por debajo de los estándares, mientras que se espera que los aspectos más positivos desde el punto de vista crediticio sean la norma, y tengan un efecto neutro en el PCI y, en última instancia, en las calificaciones. Estos factores de riesgo incluyen la gestión y gobernanza, las cuestiones legales y regulatorias, la calidad de la información, el riesgo país y la confiabilidad del régimen legal. La presencia de riesgos asimétricos respaldaría la conclusión de que la calificación sugerida por la tabla de posiciones de calificación tendrá un mayor riesgo de transición del perfil financiero que las entidades calificadas de forma similar que no estén expuestas a tales riesgos.

Gestión y Gobernanza

La calidad de gestión y gobernanza es una consideración importante para evaluar el rendimiento potencial de una entidad. Una evaluación débil en gestión y gobernanza puede

hacer que la calificación sea inferior, en igualdad de condiciones. Por el contrario, la presencia de una gestión y gobernanza adecuada se dará por sentado al evaluar el impacto de los escenarios de calificación y la capacidad de una entidad para superar esos estreses.

Por lo general, Fitch centra su análisis en las prácticas de gestión y gobernanza cuando su eficacia influye materialmente en la decisión de la calificación. Fitch examina la eficacia del órgano de gobierno a la hora de establecer y aplicar las políticas y los principios de la organización. La evaluación de Fitch implica comprender la misión y estrategia del órgano de gobierno, su estructura, composición, interacción con la dirección y supervisión de esta, conocimiento de las características estructurales y normas de actuación del sector.

Fitch también examina el historial de la administración superior en la implementación de las políticas del de gobierno y en gestión del día a día. El análisis de Fitch es de naturaleza cualitativa y, a la hora de evaluar los escenarios de calificación de la agencia, examinará el historial de la administración de cumplimiento de sus objetivos definidos en un plan estratégico, así como los ajustes realizados históricamente, al encontrarse con un EO cambiante. Fitch considera la explicación de la administración sobre las desviaciones significativas respecto a los resultados previstos, esperados o presupuestados, así como la formulación de planes de contingencia.

La eficacia de la gestión también puede juzgarse mediante una revisión de los procesos de planeación. Los equipos directivos que poseen un conocimiento sólido de sus mercados y capacidades articulan eficazmente metas y objetivos y están organizados para operar en consistencia con las mejores prácticas del sector.

Gestión y Gobernanza

Neutral para la Calificación	• Órgano de gestión y de gobierno cuentan con experiencia amplia en el sector. • Equipo de gestión y junta de directores estable, con una rotación modesta. • Órgano rector es objetivo y comprometido y no ejerce presión política. • Hay transparencia y fuerte comunicación entre la administración y el órgano rector. • En el caso de las entidades afiliadas o de los miembros del grupo, hay esfuerzos coordinados entre los miembros y el órgano rector. • Políticas y procedimientos están bien desarrollados y documentados. • Planes de gestión de recursos, proyecciones de la demanda y políticas de gestión reflejan, en general, las condiciones económicas, sistémicas y políticas actuales.
Negativo para la Calificación	• Falta de experiencia y conocimiento sobre la entidad por parte del órgano de gobierno y de gestión. • Presiones políticas significativas por parte del gobierno soporte o en las áreas de servicio que puedan deteriorar su perfil financiero. • Se observa incapacidad recurrente para adoptar oportunamente los presupuestos, debido a la falta de consenso en el órgano rector o la resistencia de las principales partes interesadas. • Se muestra incapacidad para mantener una comunicación abierta entre la entidad y cualquier órgano rector relevante, que puede traducirse en cambios operativos inesperados. • Previsiones y planes de gestión de recursos débiles o inexistentes. • Políticas y procedimientos son limitados o se carece de ambos. • Incapacidad para proteger adecuadamente de ataques la infraestructura cibernética o de otro tipo. • Hay denuncias oficiales de corrupción que involucran alguna ley o regulación de reporte financiero.

Fuente: Fitch Ratings

Políticas de Contabilidad, Reporte de Información y Transparencia

Las políticas contables y de presentación de información adoptadas por las ERG varían según la jurisdicción, estas abarcan factores como la puntualidad y la frecuencia, la confiabilidad, el nivel de detalle y el alcance. La calidad de la información recibida por Fitch tanto cuantitativa como cualitativa puede ser una limitante de las calificaciones. La calidad de la información para la calificación inicial y con fines de vigilancia se tiene en cuenta cuando se asigna una calificación por primera vez. Los emisores deben proporcionar a Fitch datos continuos adecuados para supervisar y mantener una calificación una vez asignada.

Políticas de Contabilidad, Reporte de Información y Transparencia Contables

Neutral para la calificación	Información actualizada y disponible; actualizaciones regulares; validación independiente; proyecciones sustentadas en estadísticas robustas o con rango de error bajo; sin historial de errores relevantes en la información; flujo de efectivo detallado (entradas y salidas); información financiera auditada; cantidad significativa de información disponible de forma pública.
Negativo para la calificación	Sustancialmente basado en supuestos; extrapolado; sujeto a salvedades relevantes; la información suele estar sujeta a retrasos; historial de revisiones o errores; alcance limitado.

Fuente: Fitch Ratings

Riesgo País y Régimen Jurídico

El análisis del riesgo país comienza con la calificación soberana de Fitch y el Techo País del país receptor. Estas calificaciones suelen imponer un límite superior a las calificaciones de una ERG pública, pero no captan a todo el riesgo país.

Además de la calificación soberana y del techo país, Fitch analiza el entorno político y regulatorio en el que opera la entidad. Un entorno estable y predecible es evidente ante un gobierno comprometido, el apoyo público y una consistente aplicación de la ley y los reglamentos.

El riesgo político es el riesgo de que se produzcan cambios en las leyes, reglamentos o contratos de concesiones que rigen la operación de la entidad. Puede adoptar la forma de variación unilateral de los contratos, acciones reguladoras específicas, impuestos o regalías excepcionales, cambios forzosos en la propiedad o el control, o expropiación pura y simple. Estas interferencias políticas se consideran riesgo de eventos y, dado que no pueden predecirse ni cuantificarse, no pueden incluirse en el análisis de escenarios de Fitch ni en la evaluación del perfil de riesgo.

Riesgo País y Régimen Jurídico

Neutral para la calificación	Techo País por encima del PCI de la entidad; sistema jurídico fiable y favorable para los acreedores; historial de imparcialidad y respeto de los contratos; economía estable a largo plazo; régimen regulador favorable; proyecto de relevancia nacional o esencial para bienes o servicios públicos.
Negativo para la calificación	Grado especulativo; jurisdicción potencialmente poco confiable o con poca protección de los derechos de los acreedores ^a ; tendencias intervencionistas; inestabilidad política o económica; retrasos endémicos en la obtención de permisos; oposición pública; historial de multas o litigios.

^a Puede incluir referencias a reportes de Fitch sobre mercados emergentes o a fuentes externas (por ejemplo, el Banco Mundial).

Fuente: Fitch Ratings

Riesgo de Contraparte

Cuando una entidad esté expuesta a una contraparte única o a un grupo de contrapartes, el PCI no será superior a la calificación de la contraparte más débil, a menos que existan características estructurales atenuantes que permitan absorber esa pérdida sin alterar significativamente el perfil financiero de la entidad. Como principio general, cuando los recursos financieros o el flujo de efectivo de la entidad dependen del desempeño financiero de una contraparte, a la que se han transferido riesgos de garantía, finalización, ingresos, costos, suministro, liquidez, tipos de interés u otros, se trata de un crédito restrictivo en la medida en que la contraparte tenga una calificación acorde o superior al PCI de la entidad. Una contraparte de la que dependa una entidad podría limitar el PCI de la misma.

La calificación de cualquier contraparte cuando el desempeño financiero es clave para el desempeño general de la entidad se basa en una calificación pública de Fitch asignada por el grupo analítico relevante. Las dependencias de calificación (cualquier cambio en la calificación de la contraparte pueda afectar a la calificación) se destacarán en el reporte de calificación y cualquier vínculo de calificación (cuando la calificación de la entidad se mueva con la calificación

de la contraparte) se hará explícita en el comentario de acción de calificación (RAC; *rating action commentary*). Cuando no se disponga de una calificación pública asignada por Fitch, podrá utilizarse una calificación privada interna o una opinión crediticia.

Calificaciones Limitadas

El desempeño de una ERG está altamente influenciado y sujeto a las decisiones de su gobierno de soporte (central o subnacional) que las calificaciones de la ERG (a largo y corto plazo) suelen estar limitadas por las calificaciones del gobierno de soporte y del soberano en el que se encuentra la ERG, en reconocimiento de un cierto grado de interdependencia entre una ERG y el financiamiento por parte del gobierno de soporte. Los Techos País, que reflejan la opinión de Fitch sobre el riesgo de transferencia y convertibilidad, representan una limitación general para las calificaciones en moneda extranjera de una ERG.

En pocas circunstancias, una ERG podría tener un fuerte PCI, un grado alto de independencia financiera del gobierno de soporte y un acceso limitado a efectivo o activos por parte del gobierno de soporte. Esto podría llevar a que la IDR de una ERG se asignara por encima de la IDR del gobierno respectivo y se alinea con el PCI del emisor.

En los países con IDR soberanas de largo plazo en categoría 'CCC' o inferior, pueden aplicarse diferentes dinámicas de calificación. En particular, es posible que una ERG de ese país siga al corriente de sus obligaciones financieras. En tal caso, la ERG aún podría ser calificada por encima del soberano y hasta en 'B-' tanto para las IDR en moneda extranjera como en moneda local si Fitch confiara en su capacidad de resistir un incumplimiento soberano. Fitch evaluaría cada caso en función de sus méritos. El techo país seguirá sirviendo de límite de calificación para la IDR de largo plazo en moneda extranjera de la ERG.

Grado Especulativo Inferior

Perfil Crediticio Individual

Las ERG con PCI en 'ccc' indican un margen de seguridad muy bajo frente al incumplimiento y, por lo general, estarían expuestas a necesidades importantes de refinanciación y a un elevado riesgo de liquidez, junto con indicadores de cobertura muy débiles. Las métricas de apalancamiento son menos informativas en las categorías de PCI 'ccc' e inferiores, debido a que muchas ERG de PP se crearon para contraer deuda en nombre de los gobiernos de soporte y las decisiones sobre endeudamiento y estructura de capital no obedecen necesariamente las razones comerciales.

La generación de flujo de efectivo suele ser débil por definición, ya que, en general, estas entidades son SFDL y se espera que reciban el soporte de los gobiernos relacionados para ser viables financieramente. Por ello, los niveles altos de apalancamiento pueden mantenerse durante períodos relativamente largos y no son necesariamente indicativos de dificultades financieras. Sin embargo, cuando se considere que el perfil financiero es insostenible con escasas posibilidades de recuperación a mediano plazo, en ausencia de soporte, Fitch podrá considerar el PCI en 'ccc'. En caso necesario, el PCI podrán diferenciarse aún más en la categoría 'ccc' mediante el uso de los modificadores "+" o "-", comparando factores cualitativos y métricas cuantitativas frente a pares similares.

Otras transiciones a evaluaciones de PCI de 'cc' significan que el crédito tiene un nivel muy alto de riesgo crediticio y un incumplimiento parece probable, en particular, si también existe probabilidad de que se produzca un incumplimiento o un canje forzoso de deuda en los próximos 12 meses.

Un PCI se rebajaría a 'c' cuando haya iniciado un proceso de incumplimiento o similar bien, cuando el emisor se encuentre en un período formal de suspensión de pagos o la capacidad de pago se vea irrevocablemente afectada de algún otro modo.

Calificaciones Internacionales de Riesgo Emisor

La calificación de un emisor cuando la IDR de largo plazo existente o propuesta se sitúa en categoría 'CCC' o inferior sugiere que dicho emisor tendrá poca capacidad para confrontar condiciones económicas adversas. Dado el limitado número de incumplimientos en el sector de finanzas públicas, las métricas son menos útiles para escalar las calificaciones de 'CCC' a 'C'. Fitch realizará una evaluación cualitativa del nivel de riesgo de incumplimiento y del alcance de

cualquier margen de seguridad restante indicado por los perfiles financieros y de riesgo general del emisor.

En el caso de los emisores con un posicionamiento de PCI en un grado especulativo inferior y expuestos a una situación de dificultad, que suele reflejarse en un PCI asignado de 'cc' o inferior, las consideraciones de soporte extraordinario por parte de los gobiernos relacionados que conduzcan a una posible elevación del PCI resultarían irrelevantes para las calificaciones. En este sentido, las definiciones de calificación de Fitch asociadas a las categorías de 'CCC' a 'C' brindan orientación para la IDR de largo plazo del emisor.

Canje Forzoso de Deuda

Esta sección describe el enfoque de Fitch para calificar emisores e instrumentos de deuda que se ven afectados por canjes forzosos de deuda (DDE; *distressed debt exchanges*). La aplicación se limita a los emisores con instrumentos y otras obligaciones financieras propiedad de inversionistas terceros, de quienes normalmente se esperaría que ejercieran todos los recursos a su alcance.

Al considerar si una reestructuración o canje de deuda debe clasificarse como DDE, Fitch espera que se den las dos circunstancias siguientes:

- la reestructuración impone una reducción significativa de las condiciones en comparación con las condiciones contractuales originales; y
- la reestructuración o el canje se llevan a cabo para evitar la quiebra, procedimientos similares de insolvencia o intervenciones (incluyendo resoluciones), o un incumplimiento de pago tradicional.

Cuando se anuncie un canje o una oferta pública de adquisición que Fitch considere estar en canje forzoso, la IDR se bajará a 'C' y, en el caso de las emisiones de bonos, consecuentemente todas las calificaciones de los instrumentos de deuda existentes se bajarán a 'C'.

La conclusión del DDE resulta en una baja de la IDR a calificación de incumplimiento, o 'RD', para dejar constancia del incumplimiento. Las calificaciones de los instrumentos afectados se rebajarán hasta 'D' y se retirarán, reflejando que esos valores se han extinguido en el canje, si se ha canjeado toda la emisión. Las calificaciones de los instrumentos no afectados y las de los valores que no hayan sido objeto de subasta y sigan recibiendo servicio se mantendrán en 'C'.

Poco después de completarse el DDE, se recalificará una IDR, generalmente todavía en un nivel bajo de grado especulativo. Al mismo tiempo que se asigna la nueva IDR, pueden ajustarse todas las calificaciones de emisiones relacionadas, incluidas las que no formaban parte del canje, para garantizar que todas las calificaciones serán consistentes con los lineamientos marcados en esta metodología.

Otras Consideraciones

Pago por Causa de Fuerza Mayor

Fitch utiliza este término para describir la falta de pago oportuno por interrupciones operativas de los pagos no relacionados con el emisor o el control de la transacción (por ejemplo, disturbios civiles, catástrofes naturales, ciberataques, fallos en la infraestructura financiera u otras causas de fuerza mayor que afecten al propio proceso de pago). Si bien esto pudiera no representar inmediatamente un incumplimiento, por lo general, Fitch consideraría que un impago prolongado de esta índole constituye un incumplimiento de la calificación de la obligación a más tardar a los 30 días naturales desde la fecha de pago, y la calificación se rebajaría normalmente al nivel consistente con los valores incumplidos. Para evitar dudas, también podrían tomar lugar una acción de calificación en las obligaciones durante ese período de 30 días.

Ciertas formas de impago causadas por acciones gubernamentales (en particular, controles de capital, congelación de depósitos, suspensiones regulatorias, etc.), aunque también están fuera del control de las partes de la transacción, también podrían considerarse como el inicio de un proceso de incumplimiento. Estas formas de impago se consideran en el análisis de riesgo país y el marco de la metodología "Country Ceiling Criteria".

Períodos de Gracia

Fitch considera que un incumplimiento (calificación de 'RD' o 'D') conlleva el impago del principal o de los intereses al vencimiento, de acuerdo con los términos y condiciones de la obligación calificada (más un período de gracia de 30 días naturales o el tiempo permitido por la documentación de la obligación tras el impago, el menor de los dos). Cuando no se especifique ningún período de gracia en la documentación, Fitch podrá calificar a un período de gracia consistente con el de obligaciones similares en el mercado, pero que no exceda 30 días naturales. En el caso de impagos causados por ciertas interrupciones operativas ajenas al emisor [ver sección de "Pago por Causa de Fuerza Mayor"], por lo general, Fitch aplicará un período de gracia de hasta 30 días naturales antes de bajar la calificación a incumplimiento.

Tratamiento de los Incumplimientos del Contrato

Los incumplimientos reales y previstos de los contratos de los que Fitch tenga conocimiento provocarán una revisión de la calificación. El uso de una Perspectiva Negativa u Observación de Calificación puede ser apropiado para permitir un análisis de la situación a medida que evoluciona el incumplimiento.

En el caso de incumplimiento de un contrato, los fundamentos crediticios siguen siendo la guía más importante para las calificaciones, ya que brindan orientación sobre si existe un mayor nivel de riesgo de incumplimiento, incluida la probabilidad de reestructuración. La acción de calificación requerirá una evaluación de todo el historial en ese momento, incluidos los detalles de cualquier respuesta relevante de los acreedores.

Sensibilidad de los Supuestos de Calificación

Riesgo de ingresos: Las calificaciones serán sensibles a los cambios en los atributos del riesgo de ingresos que afectan a la evaluación total.

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

Pasivos y liquidez: Las calificaciones serán sensibles a los cambios en los atributos de pasivos y liquidez.

Perfil financiero: Las calificaciones serán sensibles a cambios en los índices de apalancamiento o cobertura de una entidad que pudieran resultar en un posicionamiento de calificación distinto a lo que muestra la tabla de orientación analítica.

Fuentes de Datos

El análisis y las decisiones de calificación de Fitch se basan en la información relevante disponible. Las fuentes son la entidad, el organizador, los consultores de asesoramiento financiero, los ingenieros o consultores externos y el dominio público. Esto incluye la información disponible públicamente sobre la entidad, como los estados financieros auditados y no auditados (por ejemplo, intermedios) y los registros regulatorios. El proceso de calificación puede incorporar información facilitada por otras fuentes externas. Si esta información es importante para la calificación, la acción de calificación específica revelará la fuente relevante. Si la información proporcionada no aborda una cuestión importante para la calificación, Fitch puede solicitar más información o hacer una suposición adecuada. Cuando Fitch determine que la información proporcionada no está lo suficientemente respaldada, no es completa o no es fiable, podrá optar por no proporcionar una calificación.

Variaciones de la Metodología

Las metodologías de Fitch están diseñadas para utilizarse junto con un juicio analítico experimentado ejercido a través de un proceso de comité de calificación. La combinación de metodologías transparentes, un juicio analítico aplicado transacción por transacción o entidad por entidad, y la plena divulgación a través de los RAC refuerza el proceso de calificación de Fitch, al tiempo que ayuda a los participantes en el mercado a comprender el análisis en que se basan las calificaciones.

Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de esta metodología para reflejar los riesgos de una transacción o entidad específica. Tales ajustes se denominan variaciones. Todas las variaciones se divulgarán en los respectivos RAC, incluido su impacto en la calificación, cuando proceda.

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

Limitaciones

Las calificaciones, incluida la Observación de Calificación y Perspectiva crediticias asignadas por Fitch, están sujetas a las limitaciones especificadas en el documento “Definiciones de Calificación” publicado por Fitch en su sitio web.

Divulgación de la Metodología

Los siguientes elementos se incluyen en los RAC y reportes de los emisores por parte de Fitch:

- Una descripción de los FCC más importantes para la acción de calificación individual y, con excepción de los retiros de calificación, las sensibilidades de calificación asociadas al mismo emisor.
- Una sección de derivación de la calificación, la cual explique el posicionamiento de la calificación del emisor frente a sus pares, y los umbrales de la tabla de posicionamiento de la calificación y describa consideraciones adicionales que afecten a la calificación no incluidas en la tabla, incluido cualquier indicador financiero adicional importante considerado como parte del análisis.
- Supuestos del escenario base de Fitch y del escenario de calificación de Fitch, y el racional de los ajustes a los supuestos del escenario de base de Fitch o del escenario de calificación de Fitch. En muchos casos, Fitch utiliza supuestos que se derivan de su análisis inicial y en su seguimiento. Para enfocar los RAC en los cambios más importantes de la calificación, Fitch no revelará estos supuestos en RAC posteriores, a menos que se produzca algún cambio en el supuesto.
- Cualquier variación de la metodología, incluida su repercusión en la(s) calificación(es), cuando proceda.

Apéndice A: Holdings de Inversiones Estratégicas

Enfoque Analítico

Las consideraciones analíticas adicionales de Fitch para la evaluación de los riesgos relacionados con las SIHC se detallan en este apéndice y se utilizarán en conjunto con el enfoque analítico general descrito en este reporte de metodología.

Las SIHC consideradas en este apéndice son entidades cuyas actividades principales consisten en poseer y administrar participaciones en otras empresas para perseguir objetivos de políticas estratégicas o de desarrollo por parte de sus gobiernos relacionados.

En particular, las SIHC asumen objetivos de PP, como el impulso del crecimiento económico local, la gestión de forma centralizada de los activos de propiedad estatal, los fondos de inversión dirigidos por el gobierno, el mantener la estabilidad financiera local y contener el riesgo financiero sistémico. Las actividades de las compañías bajo el control de las SIHC pueden incluir la mejora de las bases industriales locales, la financiación de proyectos clave de infraestructuras urbanas y la provisión de bienes y servicios públicos esenciales. Las SIHC pueden por sí mismas desempeñar funciones de accionista en representación de un gobierno para las sociedades incluidas en su portafolio.

El flujo de efectivo de las SIHC se genera principalmente a través de las valorizaciones e ingresos por dividendos. El servicio de la deuda se cubre principalmente mediante dividendos, venta de activos o retiro de inversiones, inyecciones de capital, refinanciación y préstamos intragrupal. Esto contrasta con las ERG operativas, las cuales pagan la deuda con el flujo de efectivo derivado de las operaciones.

Como entidades con un rol de PP, las SIHC de propiedad gubernamental tienen estrategias de inversión no orientadas a dividendos, a diferencia de los *holdings* de inversión y los conglomerados industriales de propiedad privada y con fines de lucro que se califican según la “Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas”. Al igual que otras ERG, las SIHC reciben diversos tipos de soporte por parte de los gobiernos, debido a su rol de PP. El historial y la magnitud de este soporte del gobierno se evalúan acorde a la “Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno” y se tienen en cuenta en la evaluación final de la IDR.

Integración Operativa

Los *holdings* propiedad del gobierno pueden tener diferentes niveles de integración operativa con compañías dentro de su portafolio. Por un lado, pueden incluir participaciones minoritarias en carteras de inversión diversificadas con poco o ningún control. Por otro lado, pueden abarcar participaciones con control absoluto en subsidiarias operativas con un poder de decisión significativo de la empresa matriz, así como integración financiera entre las subsidiarias y matriz.

Fitch considera a los *holdings* que son propiedad del gobierno como SIHC solo si la integración operativa y financiera entre la matriz y las subsidiarias operativas es muy limitada. Las SIHC podrían tener influencia en la estrategia y los acontecimientos corporativos importantes de una subsidiaria, pero no sobre las actividades de negocio habituales de las filiales. Fitch utiliza estados financieros individuales en lugar de estados consolidados del grupo para la evaluación de los PCI de las SIHC propiedad del gobierno y asume que este tipo de *holding*³ está separada de las compañías dentro de su portafolio. Esto último significa que los ingresos de la matriz no pueden utilizarse para el servicio de la deuda de sus subsidiarias, ni viceversa.

Si un *holding* tiene una integración operativa elevada con sus filiales, y estas últimas participan en la provisión de bienes y servicios públicos u otras actividades de PP, Fitch consideraría este *holding* y sus subsidiarias como un grupo y analizaría el perfil crediticio a nivel consolidado, aplicando el planteamiento general que se destaca en esta metodología.

Evaluación del Perfil de Riesgo

A continuación, se exponen consideraciones adicionales para la evaluación de los FCR para las SIHC, que se utilizarán junto con el enfoque general de la evaluación del perfil de riesgo expuesto en esta metodología.

³ Un *holding* podría constar de varias entidades legales.

Riesgo de Ingresos

En contraste con las ERG que suministran directamente bienes y servicios públicos y, por tanto, están expuestas a las fluctuaciones de la demanda en sus respectivos mercados, los ingresos de las SIHC solo están expuestos indirectamente a través de la demanda de bienes y servicios de sus subsidiarias. Fitch evalúa la exposición de una SIHC a la interrupción de los ingresos mediante la evaluación de la calidad de los activos de su portafolio de inversiones.

En particular, Fitch analizará la diversificación geográfica y sectorial, la concentración de activos y la diversidad de modelos de negocio de las sociedades de cartera, así como el historial y la volatilidad de los flujos de dividendos. Se considerarán como atributos más fuertes una diversidad mayor en los modelos de negocio, historiales más sólidos de pago puntual de dividendos y flujos de dividendos menos volátiles.

Tabla de Orientación de los Atributos – Consideraciones Adicionales sobre el Riesgo de Ingresos para las SIHC

	Más Fuerte	Rango Medio	Más Débil
Características de la Demanda	Alto nivel de diversificación geográfica y de mercados con inversión en varias jurisdicciones, con menor correlación económica.	Nivel moderado de diversificación geográfica y de mercados con inversiones en varias jurisdicciones o regiones.	Concentración geográfica en una sola jurisdicción, con un nivel bajo de diversificación sectorial.
	Portafolio de inversiones de alta calidad con gran capacidad de generación de flujos de efectivo, compuesta principalmente por compañías que cotizan en la bolsa con historiales comprobados y gran transparencia informativa.	Cartera de inversiones con capacidad adecuada de generación de flujos de efectivo, que pudieran proporcionar dividendos de forma irregular, transparencia informativa moderada, las principales empresas están obligadas a hacer pública la información periódicamente	Escasa capacidad de generación de flujo de efectivo a corto plazo, o bien, insuficiente para cumplir con los compromisos de deuda sin el soporte de la empresa matriz. Escasa transparencia de información con divulgación limitada de la mayoría de las compañías.

Fuente: Fitch Ratings

Riesgo de Gasto

A diferencia de las ERG que proporcionan directamente bienes y servicios y están expuestas a los costos generales de suministro y mantenimiento, las SIHC están expuestas principalmente a través del costo y disponibilidad de financiamiento y, en menor medida, a los costos operativos estándares (por ejemplo, personal, servicios públicos, gastos generales).

Para evaluar el riesgo de gasto, Fitch analiza la capacidad de una SIHC para planificar y financiar estrategias de inversión. La capacidad independiente para dirigir la política de inversión se considera como evidencia para una evaluación más fuerte y, por el contrario, las evaluaciones más débiles podrían justificarse por un proceso de planificación de inversiones dictado, en gran medida, por un gobierno relacionado. Esto podría incluir mandatos *ad hoc* de los gobiernos para invertir fondos en una compañía, sector o zona geográfica concretos o cambios frecuentes en los desembolsos de dividendos al gobierno. Fitch revisará una política gubernamental, si la hubiera, que regule la política de dividendos de una filial en relación con el *holding*.

Finalmente, Fitch evalúa el riesgo de que la entidad sufra una reducción de la disponibilidad de financiamiento o un aumento del costo del mismo. Estos riesgos pueden dar lugar a una reducción del flujo de efectivo previsto y reducir la flexibilidad financiera de la entidad, lo que podría traducirse en un deterioro de la capacidad de la entidad para hacer frente al servicio de su deuda.

Tabla de Orientación de los Atributos – Consideraciones Adicionales sobre el Riesgo de Gasto para los SIHC

	Más Fuerte	Rango Medio	Más Débil
Planificación de Inversiones	Mecanismos sólidos e independientes de planificación y financiación de estrategias de inversión. Historial de buena ejecución.	Mecanismos adecuados y algo independientes para la planificación y financiamiento de la estrategia de inversión. Existe un riesgo de ejecución de moderado a bajo.	Estrategia de inversión débil con frecuentes intervenciones del gobierno, falta de historial de inversión o escaso rendimiento de la inversión frente a los índices del mercado y sus pares. Existe un alto riesgo de ejecución.
	Historial comprobado de inversión con retiros/liquidaciones de las inversiones exitosas, pérdidas mínimas por deterioro del valor; con frecuencia, desarrollo de empresas incipientes, hasta convertirlas en negocios en desarrollo; Dividendos estables de las compañías dentro del portafolio.	Historial de retiros o liquidaciones exitosas de las inversiones, nivel moderado de pérdidas por deterioro; La mayoría de las sociedades de cartera pueden lograr la autosuficiencia en el flujo de efectivo.	Falta de historial de retiros exitosos o liquidación de inversiones con pérdidas significativas, pérdidas materiales por deterioro; La mayoría de las sociedades de cartera se encuentran en una fase temprana de crecimiento, con una gran incertidumbre sobre las perspectivas futuras.

Fuente: Fitch Ratings

Riesgo de Pasivos y Liquidez

El análisis de Fitch de los FCR de riesgo de pasivos y liquidez para las SIHC se centra en los estados financieros no consolidados y en la deuda individual de la matriz y aplica el enfoque general descrito en esta metodología. [Ver subsección “Riesgo de Pasivos y Liquidez”].

Evaluación del Perfil Financiero

Los ingresos regulares por dividendos y otros relacionados a las actividades de inversión son las fuentes principales de ingresos operativos y se incluyen en el cálculo del EBITDA de las SIHC; todo tipo de partidas no monetarias, como las plusvalías o minusvalías latentes, se excluyen del cálculo del EBITDA. Fitch utiliza métricas primarias estándar (es decir, deuda neta ajustada sobre EBITDA), ya que considera que las SIHC harán el repago de la deuda principalmente a partir del flujo de efectivo generado por los dividendos recibidos u otros ingresos de inversión.

Dado que el repago de la deuda también puede proceder de la venta de activos de inversión en poder de las SIHC, Fitch puede tener en cuenta medidas complementarias basadas en el balance; en particular, la razón de LTV para la evaluación del perfil financiero y el posicionamiento de escalón específico del PCI. [Ver subsección “Métricas para Evaluar el Perfil Financiero”].

Apéndice B: Calificaciones de Corto Plazo

En este apéndice se describe cómo obtiene Fitch la IDR de corto plazo de las entidades calificadas con esta metodología. A los instrumentos calificados con un vencimiento original de hasta 13 meses se les asignará una calificación de corto plazo.

Cuando las IDR de largo plazo de un emisor se igualan con las de su gobierno soporte, acorde a la “Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno” de Fitch, las IDR de corto plazo también se igualarán. Cuando la IDR de largo plazo de un emisor se exprese con un enfoque de arriba hacia abajo, se aplicará la mayor de las dos opciones de calificación de corto plazo, con el límite del nivel de calificación de corto plazo del gobierno que la sustenta. Cuando la calificación de un emisor se obtiene de forma autónoma o se apoya en un enfoque de abajo hacia arriba, se elegirá la opción de calificación de corto plazo de forma individual utilizando el razonamiento que se expone a continuación.

La escala de calificación de largo plazo de Fitch hace un hincapié especial en las deficiencias del perfil de corto plazo y, por tanto, es el factor que más influye en las calificaciones de corto plazo. Las IDR de corto plazo tanto en moneda local como en moneda extranjera se califican en la escala de calificación de corto plazo de Fitch. Las IDR de corto plazo en moneda extranjera se determinan a partir de las IDR de largo plazo en moneda extranjera y, del mismo modo, las IDR de corto plazo en moneda local se determinan a partir de las IDR de largo plazo en moneda local. Las IDR de corto plazo están relacionadas con las IDR de largo plazo, como se muestra en la tabla de correspondencia de calificaciones a continuación.

Correspondencia entre Calificaciones

IDR a Largo Plazo	IDR a Corto Plazo
De AAA a AA–	F1+
A+	F1 o F1+
A	F1 o F1+
A–	F2 o F1
BBB+	F2 o F1
BBB	F3 o F2
BBB–	F3
De BB+ a B–	B
De CCC a C	C
RD	RD
D	D

Fuente: Fitch Ratings

Diferenciación entre Calificaciones de Corto Plazo

Para las calificaciones de largo plazo en las que se puede asignar una de las dos calificaciones de corto plazo, la fuente prevista de repago y estructura de la deuda, junto con factores específicos de liquidez, serán los componentes principales para determinar cuál de las dos calificaciones de corto plazo se asignará. La mayor de las dos calificaciones de corto plazo podrá asignarse en la cúspide, en circunstancias en las que existan fuertes características estructurales que soporten el repago de la deuda.

Para poder optar a la opción de calificación de corto plazo más elevada, una entidad debe satisfacer simultáneamente dos componentes: un nivel mínimo de la evaluación del FCR de pasivos y liquidez, y una puntuación mínima de la cobertura de liquidez, como se indica en la tabla siguiente.

Umbrales para Calificaciones Altas de Corto Plazo

Calificación a Corto Plazo	Evaluación Mínima del Riesgo de Pasivos y Liquidez ^a	Puntuación Mínima de Cobertura de Liquidez
F1+	Más Fuerte	a
F1	Media	a
F2	Media	bbb

^a Las evaluaciones de ambos sub-FCR (características de la deuda y características de la liquidez) deben cumplir con los niveles de evaluación prescritos en esta tabla.
Fuente: Fitch Ratings

Sensibilidad de Supuestos de Calificación

Las calificaciones de la deuda de corto plazo suelen ser sensibles a los cambios en la calificación de la deuda de largo plazo del deudor. La calificación de corto plazo es además sensible al deterioro del pasivo y a la evaluación del riesgo de liquidez y del colchón entre el servicio de la deuda y los recursos de liquidez disponibles para aquellas entidades cuyas calificaciones de largo plazo se corresponden con dos posibles calificaciones de corto plazo.

Apéndice C: Definiciones Clave

Definiciones clave		
Plazo	Definición	Significado
EBITDA	Ingresos operativos antes de gastos por intereses, impuestos, amortizaciones y otras partidas no líquidas.	Proporciona una indicación del flujo de efectivo de las operaciones principales, que está disponible para el pago del servicio de la deuda. Todos los tipos de partidas no líquidas se excluyen del cálculo del EBITDA, con base en la información disponible.
Flujo de Efectivo Disponible para el Servicio de la Deuda (FEDSD)	EBITDA + Ingresos no operativos disponibles para el servicio de la deuda - Gastos no operativos previos al servicio de la deuda.	Indica el flujo de efectivo disponible para el pago del servicio de la deuda, incluido el flujo de efectivo más allá de las operaciones básicas, los gastos previos al servicio de la deuda (por ejemplo, gastos de capital comprometidos) o ingresos no operativos específicos destinados al servicio de la deuda. Suele aplicarse cuando los ingresos no operativos son una fuente importante del servicio de la deuda.
Deuda	Obligaciones a pagar + Créditos a pagar + Documentos por pagar + Arrendamientos financieros o de capital	Valor nominal de las obligaciones de deuda a largo y corto plazo, incluidos los bonos y documentos por pagar, créditos (incluidos aquellos por parte del gobierno), así como arrendamientos financieros o de capital.
Otra Deuda Clasificada por Fitch	Pasivo por pensiones no fondeado + Arrendamientos operativos capitalizados + Pasivos contingentes equivalentes a deuda	Proporciona una medida de otros pasivos que Fitch considera que añaden un riesgo material adicional al emisor y, por lo tanto, deben considerarse equivalentes a la deuda.
Deuda Ajustada	Deuda + Otra deuda clasificada por Fitch	Proporciona una evaluación exhaustiva de todos los pasivos a largo y corto plazo que se utilizará para la evaluación del perfil financiero del emisor.
Deuda Neta Ajustada	Deuda ajustada - Efectivo no restringido e inversiones líquidas	Proporciona una indicación de la posición de apalancamiento total neto.
Índice de Apalancamiento	Deuda neta ajustada / EBITDA o CFADS	Medida de apalancamiento cuando el repago de la deuda procede principalmente del EBITDA o FEDSD.
Razón de Crédito a Valor del Activo (LTV; <i>loan-to-value</i>)	Deuda neta ajustada / Valor de inversión de la cartera.	Medida complementaria del apalancamiento para entidades con modelos de negocio de uso elevado del balance.
Servicio de la Deuda	Gastos de Intereses + Deuda de Corto Plazo + Parte Corriente de la Deuda de Largo Plazo.	Importe total del servicio de la deuda que vence en un período determinado (es decir, principal e intereses, incluidos los intereses capitalizados) y parte corriente de las obligaciones de arrendamiento financiero.
Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda (RCSD)	EBITDA o CFADS / Servicio de la Deuda.	Medida del margen entre las necesidades del servicio de la deuda y el EBITDA o CFADS en un período determinado.
Razón de Cobertura de Interese Brutos (RCIB)	EBITDA o CFADS / Gastos Financieros Brutos.	Medida del margen entre los gastos por intereses (incluidos los intereses capitalizados) y el EBITDA o CFADS en un período determinado.
Razón de Cobertura de Liquidez (RCL)	(Efectivo no restringido e inversiones líquidas no restringidas + Líneas de crédito disponibles, aún no utilizadas) / Servicio de la deuda.	Medida del margen entre las necesidades del servicio de la deuda y la liquidez disponible en un período determinado.
Fuente: Fitch Ratings		

Apéndice D: Señales de Vulnerabilidad Climática (Climate.VS)⁴

Fitch utiliza las Señales de Vulnerabilidad Climática (Climate.VS: Climate Vulnerability Signals) como herramienta de detección para mejorar su capacidad de identificar a los emisores, proyectos y operaciones con mayor exposición potencial a los riesgos relacionados con el clima, y someter esas calificaciones a un análisis y una consideración adicionales.

Marco de Vulnerabilidad Climática

Las señales de vulnerabilidad (SV) climática para los emisores de finanzas públicas internacionales (FPI) se basan en los principios que se exponen a continuación.

Evaluación de la Relevancia Crediticia del Riesgo Climático

Las SV climática reflejan la opinión de Fitch sobre la posible exposición al riesgo físico y de transición, y se expresan en términos de la posible vulnerabilidad del perfil crediticio de una entidad, basándose en las definiciones de Climate.VS y en el impacto ilustrativo en la calificación según la tabla Definiciones de *Señales de Vulnerabilidad Climática e Impacto Ilustrativo en la Calificación* que se muestra más adelante.

Riesgos Físicos (Climate.VSp)

Fitch utilizará diversas métricas para elaborar un indicador que resuma el riesgo físico y que evalúe la exposición potencial de un emisor a eventos climáticos. Los incendios forestales, las inundaciones y los vientos extremos serán los componentes angulares en los cálculos del Climate.VSp, dadas sus consecuencias potencialmente catastróficas y su relevancia para un amplio número de emisores. El estrés hídrico es igualmente un riesgo clave para muchos emisores, pero incluirlo de forma rutinaria en nuestros cálculos podría reducir la eficacia de la señal de detección, ya que, a menudo, estas exposiciones ya se comprenden y gestionan fuera de los conjuntos de datos disponibles. Este evento climático, así como otros, como las precipitaciones extremas, las ondas de calor, el frío y el granizo, también se tendrían en cuenta cuando se consideren relevantes para un emisor específico.

Riesgos de Transición (Climate.VSt)

Fitch adoptará una visión integral hacia los desafíos e incertidumbres asociadas con la transición hacia una economía de baja emisión de carbono. Estos pueden derivarse de cambios regulatorios, cambios en las preferencias del mercado, avances tecnológicos, y pueden afectar a los emisores que dependan en gran medida de estos sectores. El marco de Climate.VSt para finanzas públicas internacionales (FPI) de Fitch aprovecha las evaluaciones y marcos existentes utilizados para en el sector corporativo (incluido el sector infraestructura) y el sector de emisores soberanos. Fitch considera que el riesgo de transición es menos relevante desde el punto de vista crediticio para los emisores del sector de FPI en comparación con el riesgo físico.

La mayoría de las entidades de finanzas públicas calificadas por Fitch no operan en los sectores más vulnerables, como los combustibles fósiles u otras industrias con un alto consumo energético. Las entidades del sector público desempeñan un papel fundamental en la formulación de políticas públicas y pueden influir en los marcos normativos para facilitar una transición más fluida hacia una economía baja en carbono. En cambio, los emisores del sector público tienen una ubicación geográfica fija y pueden estar expuestos a riesgos físicos si se encuentran en zonas propensas a eventos climáticos, lo que los hace más susceptibles a disrupciones.

Superposición Analítica

Fitch podrá ajustar el Climate.VSp y Climate.VSt cuando lo considere relevante, con el fin de reflejar mejor la evaluación de la exposición y la vulnerabilidad de un emisor frente a riesgos relevantes, basándose en factores identificables actuales y otras consideraciones pertinentes que posiblemente no estén plenamente reflejadas en los datos utilizados. Por ejemplo, un ERG que limite eficazmente sus activos en áreas expuestas puede mitigar significativamente el impacto de un evento climático. Esto puede dar lugar a una reducción del Climate.VSp. Por el contrario, el Climate.VSp puede incrementarse si Fitch considera que el emisor es

⁴ Las señales de vulnerabilidad climática aplican únicamente para calificaciones en escala internacional.

particularmente susceptible a un evento climático o si tiene en cuenta otra información significativa.

Incorporación del Riesgo Climático en las Calificaciones

Cuando los riesgos relacionados con el clima se consideren significativos y no existan factores de mitigación adecuados, Fitch los tendrá en cuenta en sus calificaciones.

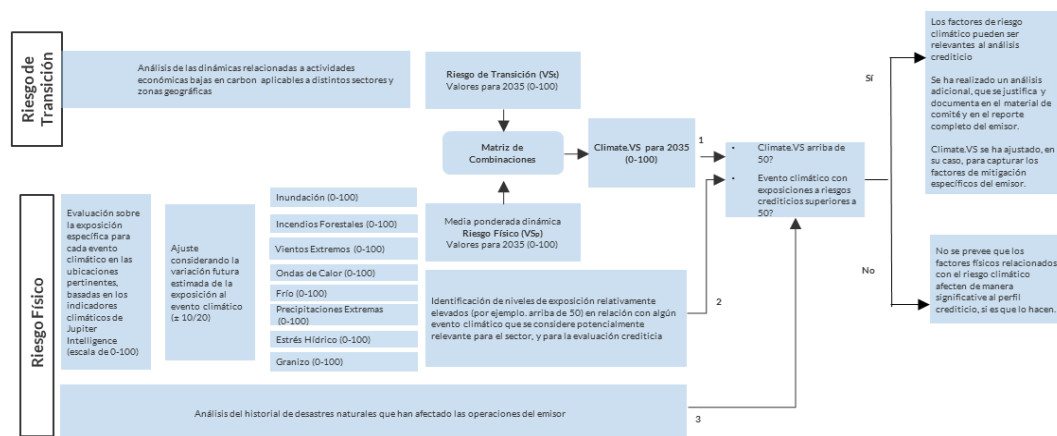
Publicación del Análisis de Riesgo Climático

Fitch combinará los indicadores Climate.VSp y Climate.VSt en un indicador resumido denominado Climate.VS, que se publicará para todos los emisores que cuenten con calificación internacional.

Metodología

Los índices Climate.VS de FPI se elaboran mediante un proceso iterativo, que se resume en el siguiente diagrama:

Marco de Evaluación de Riesgo Climático en Finanzas Públicas Internacionales



Fuente: Fitch Ratings

El Climate.VS se elabora en intervalos de cinco años para ilustrar cómo podrían acumularse los riesgos climáticos entre 2025 y 2050.

Fitch señalará a los emisores de FPI como de riesgo potencialmente alto cuando tengan un índice Climate.VS combinado o un evento climático individual relevante para la entidad igual o superior a 50 para 2035. Estos emisores serán sometidos a un análisis adicional para evaluar la posible relevancia del riesgo climático para su perfil crediticio. Una exposición superior a 50 a un evento climático específico dará lugar a la necesidad de una consideración adicional solo cuando se considere potencialmente relevante para el emisor en cuestión. Utilizar 2035 como punto de referencia para la evaluación proporciona tiempo suficiente antes de que se materialicen los posibles efectos del riesgo climático, pero sigue siendo lo suficientemente cercano como para que pueda afectar a las calificaciones de los emisores de FPI.

Fitch podría ampliar su análisis más allá de 2050 cuando resulte relevante desde el punto de vista analítico. Fitch prevé ampliar periódicamente las curvas de Climate.VS más allá de 2050 y ajustar la fecha límite actual de 2035 para mantener una perspectiva prospectiva en incrementos de cinco años.

Las señales de vulnerabilidad climática no constituyen una previsión. El impacto real en la calificación puede ser mayor o menor que el indicado por el Climate.VS, dependiendo de factores tales como el alcance y las repercusiones del cambio climático, la evolución tecnológica y las medidas que los emisores puedan adoptar para mitigar los riesgos climáticos y adaptarse a ellos, así como la medida en que dicho riesgo ya se refleje en la calificación asignada.

Riesgos Físicos (Climate VSp)

Para elaborar Climate.VSp, Fitch se basa en los datos climáticos de Jupiter Intelligence™. Jupiter proporciona datos climáticos de modelos globales, corregidos en cuanto a sesgos y ajustados a escala detallada, y ofrece información geográfica minuciosa con una resolución de hasta 90 metros para diversos eventos naturales bajo distintos escenarios climáticos.

Definiciones de los Indicadores de Vulnerabilidad Climática y ejemplos del Impacto en la Calificación^a

	10	30	50	70	90 ^b
Definiciones	Factores de riesgo climático neutrales al perfil crediticio	Factores de riesgo climático que no se espera que afecten de manera material el perfil crediticio, aunque cierta adaptación podría ser necesaria	Factores de riesgo climático muestran desafíos y pueden debilitar el perfil crediticio	Factores de cambio climático muestran desafíos significativos y probablemente provoquen un deterioro en el perfil crediticio	Factores de riesgo climático representan una amenaza crucial o una amenaza tipo incumplimiento al perfil crediticio
Impacto Ilustrativo en la Calificación ^c	Sin impacto negativo	Sin cambios en la mayoría de los casos	Se espera prevé que el impacto en la calificación se limite a un escalón en la mayoría de los casos	Alta probabilidad de un ajuste a la baja de varios escalones en la calificación	Posible impacto en la calificación de múltiples categorías y alto riesgo de incumplimiento

^a Alineado con el enfoque de Fitch para el sector de infraestructura y financiamiento de proyectos en relación con el riesgo físico y de transición, y al sector de finanzas corporativas únicamente en lo que respecta al riesgo de transición.

^b Estos valores representan el punto medio de un rango; por ejemplo, el 10 es representativo del rango entre 0 a 20.

^c Esto ilustra el impacto potencial en la calificación para el año especificado.

Fuente: Fitch Ratings

Fitch utilizaría para sus evaluaciones el escenario SSP2-4.5 de la trayectoria socioeconómica compartida con emisiones intermedias del Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático. Se considera una trayectoria «moderada», en la que las tendencias sociales, económicas y tecnológicas siguen, en líneas generales, los patrones históricos.

Fitch asigna un indicador de riesgo a cada evento climático, asignando los parámetros de riesgo en una escala de 0 a 100. Por ejemplo, una probabilidad anual de incendios forestales de 1.8% se corresponde con un indicador de incendios forestales de alrededor de 80, independientemente de la ubicación o la clase de activo. Fitch puede ajustar periódicamente estas escalas de asignación para reflejar nueva información obtenida de la aplicación real, las actualizaciones de los datos de Jupiter u otros acontecimientos relevantes.

Tras calcular el indicador de riesgo para cada evento climático cada cinco años durante el período 2025-2050, Fitch obtendría indicadores de exposición específicos para cada evento climático teniendo en cuenta el grado de los cambios previstos en los niveles de riesgo a lo largo del tiempo.

El marco ajustará los indicadores de riesgo en más o menos 10 o 20 puntos, en función de cuánto se prevea que varíen los niveles de exposición a lo largo del tiempo. Los aumentos considerables pueden incrementar el riesgo y plantear retos de adaptación. Las zonas acostumbradas a riesgos elevados pueden verse menos afectadas gracias a las medidas existentes, mientras que los lugares que experimenten aumentos rápidos pueden enfrentarse a mayores dificultades. Por lo tanto, Fitch eleva el indicador de riesgo cuando la exposición aumenta de forma significativa y lo reduce cuando se mantiene estable o disminuye.

De los Indicadores de Exposición a un Evento Específico al Climate.VSp

Fitch calculará el Climate VSp como la media ponderada dinámicamente de los indicadores de exposición a vientos extremos, inundaciones e incendios forestales. Fitch señalará otros eventos climáticos para su evaluación si el Climate VSp de cualquier evento concreto alcanza un valor igual o superior a 50 para 2035. En particular, el estrés hídrico puede ser muy relevante en algunos territorios específicos.

El enfoque de ponderación dinámica mitiga la dilución de las exposiciones significativas al asignar una mayor ponderación a los componentes con un resultado más elevado. Las ponderaciones porcentuales numéricas en sí mismas son fijas, pero los eventos climáticos a los que se aplicaría cada ponderación variarían dinámicamente en función de la clasificación de cada indicador de exposición al evento climático: un 55 % al indicador de exposición al evento

más alto, un 35 % al segundo más alto y un 10 % al tercero. Si solo se dispone de datos para dos eventos en una ubicación específica, asignaremos un valor provisional de 20 al riesgo que falte para mantener la comparabilidad de los resultados entre emisores. Fitch espera que esto solo se aplique en circunstancias muy limitadas.

Ponderaciones Dinámicas para el Cálculo de Riesgo Climático (Climate.VSp)

Nivel de Riesgo	Evento Climático 1	Evento Climático 2	Evento Climático 3	Resultado Ponderado (%)
Ejemplo A	65	50	20	55.3
Ejemplo B	80	50	17	63.2
Ejemplo C	50	40	- ^a	43.5

^a Si no hay datos disponibles para un tercer evento climático, se asignará un valor provisional de 20 para garantizar la comparabilidad entre emisores.

Fuente: Fitch Ratings

Fitch calcula la exposición al riesgo para ocho tipos de eventos climáticos basándose en la presencia geográfica del emisor. Estos indicadores se refieren a ubicaciones específicas (con una precisión de 90 metros) o se agregan en áreas más amplias, como municipios, provincias y estados. En el caso de los emisores del sector de FPI, Fitch está considerando realizar una evaluación basada principalmente en los datos correspondientes a los límites administrativos aplicables al emisor específico. Podrá llevarse a cabo un análisis más detallado y específico de la ubicación cuando los datos u otra información indiquen un alto riesgo potencial. En el caso de los emisores con una presencia muy diversificada, Fitch puede asignar un riesgo físico climático de 20 por defecto para tener en cuenta la dilución del riesgo entre varias ubicaciones independientes.

En caso de inundaciones, las variables suelen tener en cuenta la zona administrativa en la que se encuentra el emisor. Fitch considera adecuado este enfoque global, ya que las inundaciones suelen tener efectos acumulativos en las zonas circundantes, en lugar de limitarse a lugares concretos. Fitch también tendría en cuenta la ubicación específica del emisor en la superposición analítica, cuando sea pertinente.

Riesgos de Transición (Climate.VSt)

Climate.VSt Específico para ERG

Para la mayoría de los ERG, utilizaríamos las señales de subsectores específicos del sector corporativo no financiero. Por ejemplo, para los emisores del sector de servicios públicos, utilizaríamos el subsector más relevante para las señales corporativas de servicios públicos. Del mismo modo, en el caso de los emisores del sector salud, utilizaríamos la señal del sector corporativo en salud (sector intensivo en activos fijos).

En el caso de los sectores de FPI que no cuenten con un equivalente corporativo razonablemente aplicable, desarrollaríamos un Climate VSt específico bajo el mismo marco analítico, con base en nuestro conocimiento del sector y del mercado, así como en los datos del escenario «Inevitable Policy Response» de los Principios de las Naciones Unidas para la Inversión Responsable.

Para los sectores financieros, principalmente entidades financieras y *holdings* (como las agencias de crédito social y agencias de financiamiento gubernamental —incluidos los vehículos de financiamiento de gobiernos locales—, así como *holdings* públicos y de gestión estratégica de portafolios), en los que no exista un Climate.VSt sectorial, Fitch utilizaría un perfil sectorial base en nivel bastante bajo (es decir, 20). Esto refleja el hecho de que estas entidades están expuestas a una cartera diversificada y a una combinación de industrias y sectores.

Para estas entidades, las señales también se ajustarían por ciertos factores, como concentraciones significativas en sectores potencialmente vulnerables a la transición hacia una economía baja en carbono.

Fitch anticipa que, para la mayoría de los emisores de FPI, los factores de riesgo de transición no afectarían de manera significativa a los perfiles crediticios de los ERG. Esto se debe a que esperamos que los gobiernos de soporte presten soporte a los ERG y a que sus actividades están menos expuestas a sectores con un alto riesgo de transición.

Climate. VS Combinado

Fitch considera que los riesgos físicos y de transición son en gran medida independientes. Si ambos riesgos son altos, su efecto combinado es mayor que si solo uno de ellos fuera alto. La ausencia de riesgo físico no mitiga un alto riesgo de transición, y viceversa, por lo que el impacto combinado no es simplemente un promedio de los riesgos físicos y de transición.

El Climate.VS se elabora sumando el impacto ilustrativo en la calificación implícito por el Climate.VSp y el Climate.VSt, y luego convirtiendo el impacto ilustrativo agregado resultante nuevamente a la escala del Climate.VS.

Representación Numérica del Impacto de la Calificación

Climate.VS	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
Impacto en escalones de calificación	0	0.1	0.25	0.5	1	2	3	4.5	6	12

Fuente: Fitch Ratings

Por ejemplo, una entidad con un Climate.VSt y un Climate.VSp de 40 en 2035 (lo que, según se indica en la tabla anterior, supondría una rebaja indicativa de medio escalón para 2035 en cada caso) obtendría un Climate.VS combinado de 50 (tal y como se indica en la tabla siguiente), lo que implicaría un impacto indicativo de un escalón en la calificación. Una entidad con un Climate.VSt de 20 y un Climate.VSp de 60 recibiría un Climate.VS combinado de 61, lo que implicaría un impacto indicativo de dos escalones en la calificación.

En determinados casos, es posible que no se asigne un Climate.VS a emisores cuyas actividades no estén expuestas a riesgos físicos o de transición debido a la naturaleza de sus operaciones, como las unidades de gestión de tesorería o los vehículos de emisión de deuda sin activos físicos. Cuando solo sea relevante un componente de riesgo, al componente no aplicable se le asignará un valor simbólico de 10.

Matriz Combinada de Riesgos Físicos y de Transición^a

Riesgos de Transición (Climate.VSt)	Riesgo Físico (Climate.VSp)			
	20	40	60	80
20	26	42	61	80
40	42	50	65	83
60	61	65	76	90
80	80	83	90	95

^a La tabla es un extracto de la matriz de combinación completa.

Fuente: Fitch Ratings

Superposición Analítica

Fitch puede modificar los resultados de los cálculos estándar descritos anteriormente en caso de que características o información adicionales puedan aumentar o reducir significativamente la vulnerabilidad de un emisor al riesgo climático. Este análisis considera diversos factores, tales como:

- La preparación en materia de mitigación y adaptación, incluidas inversiones o acciones pasadas orientadas a mejorar la resiliencia climática, estudios de evaluación del riesgo climático y planificación de escenarios.
- El apoyo de las instancias superiores y la existencia de un fondo nacional específico para desastres naturales o de un plan nacional destinado a ayudar a las ERG afectados. En caso de que no existan fondos específicos, Fitch también tendría en cuenta las experiencias pasadas en materia de desastres naturales para evaluar la probabilidad de que se preste apoyo financiero.
- La disponibilidad de mecanismos de apoyo de liquidez en casos de emergencia también ayudaría a compensar un impacto inmediato.
- Consideraciones de relevancia, granularidad y representatividad de indicadores subyacentes, aplicando juicio cuando estos no se hayan capturado plenamente en las circunstancias específicas del emisor.
- La evaluación de la materialidad de eventos climáticos adicionales (distintos de los incluidos en el cálculo estándar de los VSp) en relación con el emisor.
- La consideración del momento en que se materializa el riesgo climático en relación con el horizonte de calificación.
- La consideración de obligaciones contractuales de largo plazo, acuerdos de repartición de riesgos o marcos de política que afecten significativamente la exposición de un emisor a la dinámica del riesgo de transición.
- Grado en que el riesgo climático ya está reflejado en la calificación.
- El nivel de margen de maniobra dentro de la calificación es un factor crucial para determinar la capacidad de un emisor para absorber riesgos relacionados con el clima.

Integración del Riesgo Climático en las Calificaciones

Fitch puede integrar riesgos relacionados con el clima en la calificación cuando estos se consideren materiales, carezcan de factores mitigantes y puedan conducir a un impacto en la calificación en el tiempo, conforme a la tabla de mapeo del impacto ilustrativo en la calificación de la página 33. Esto puede lograrse mediante varios enfoques, entre ellos:

- Establecer un tope a un Factor Clave de Calificación. Por ejemplo, el riesgo de gasto podría limitarse a 'Rango Medio' o 'Más Débil', reflejando una mayor volatilidad en los costos o una menor previsibilidad de los mismos, debido a posibles nuevos gastos operativos necesarios para abordar riesgos climáticos no mitigados.
- Incluir el riesgo relacionado con el clima en la sensibilidad de calificación.
- Incorporar el riesgo en el escenario de calificación de Fitch, cuando proceda.

Información Relacionada con el Clima

Fitch publicará el Climate.VS en los comentarios sobre las acciones de calificación específicas de cada entidad y sus subcomponentes VSt y VSp en sus informes de calificación. Cuando el Climate.VS para 2035 sea igual o superior a 50, o cuando se considere analíticamente significativo por otros motivos, Fitch también comentará las conclusiones de su análisis de riesgo climático. En particular, Fitch indicará si la calificación ya ha tenido en cuenta algunas medidas y si la calificación sería diferente en ausencia del riesgo climático.

Fuentes de Datos Relacionados con el Clima

Para el Climate.VSt, el escenario central de riesgo regulatorio y de políticas de Fitch es el Escenario de Previsión de Políticas (*Forecast Policy Scenario*) de los Principios de las Naciones Unidas para la Inversión Responsable (PRI), que limita el calentamiento global a 2°C y fue publicado en octubre de 2021. PRI es un consorcio que desarrolla escenarios sobre la respuesta de política al cambio climático. El escenario está disponible aquí. PRI actualiza este escenario periódicamente, momento en el cual Fitch actualizará en consecuencia el Climate.VSt sectorial.

Para el Climate.VSp, Fitch se basa principalmente en datos de Jupiter, un proveedor de datos predictivos y de análisis de riesgo climático, para producir indicadores de exposición potencial a diversos eventos climáticos, ajustados cuando corresponda según las opiniones analíticas de Fitch. Jupiter perfecciona y mejora periódicamente sus datos y también puede proporcionar variables adicionales. Fitch reflejará las actualizaciones cuando estas mejoren de manera significativa el marco y puedan incorporarse manteniendo la consistencia.

INFORMACIÓN REGULATORIA COLOMBIA

NOMBRE: Metodología de Calificación de Entidades Respaladas por Ingresos del Sector Público – Metodología Maestra

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

NÚMERO DE ACTA DE COMITÉ: COL_2026_143

FECHA DE APROBACION COMITE DE CALIFICACION: 17 de julio de 2026

Dado que la traducción de esta metodología aplica a nivel regional en Latinoamérica, los decimales se indican con punto y los millares con coma para efectos de estandarización de separadores nominales. Además, se usa la palabra “calificación” en lugar de “clasificación”, términos cuyo uso depende del país.

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

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

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".

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.

Derechos de autor © 2026 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.