

Global

Metodología de Calificaciones de Corto Plazo para Empresas No Financieras

Informe de Metodología Sectorial

metodología Esta es una traducción del informe original en "Short-Term inglés Ratings Criteria for Non-Financial Corporates", incluído en reporte denominado "Corporate Rating Methodology " publicado el 28 de mayo, 2014, mismo que reemplaza el publicado el 5 de agosto de 2013.

Informes Relacionados

Fitch Ratings Definitions

Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (junio 2014)

Analistas

Richard Hunter +44 20 3530 1102 richard.hunter@fitchratings.com

Alcance

Este informe describe el enfoque aplicado a las calificaciones de corto plazo asignadas a nivel global en escala internacional a los emisores, *Issuer Default Ratings* (IDR), y sus emisiones. La obligación de corto plazo que Fitch califica con mayor frecuencia sigue siendo el papel comercial (*commercial paper* - CP). Esta metodología se aplica a las líneas CP de todas las empresas no financieras en los mercados CP de EEUU y Europa.

Puntos Destacados

Escala de Calificación de Corto Plazo: En general, las calificaciones de corto plazo se asignan en una escala que comprende las categorías 'F1', 'F2' y 'F3' en el caso de grado de inversión y 'B', 'C', 'D' y 'RD' para el grado especulativo. Los emisores o las obligaciones que presentan características de liquidez sobresalientes en la categoría 'F1', además reciben la indicación '+', con lo que se califican como 'F1+'.

Horizonte de Corto Plazo: El horizonte de tiempo de la calificación de corto plazo se extiende nominalmente a 13 meses, lo que refleja el período máximo de 397 días de las emisiones de corto plazo. No obstante, como se menciona más abajo, en el caso de las calificaciones de corto plazo de grado de inversión, la opinión de corto plazo tiene una connotación más bien intrínseca que "limitada por el tiempo".

Vínculo con Calificaciones de Largo Plazo: Si bien se registra una gran cantidad de factores discretos que determinan las calificaciones de corto plazo, siempre ha existido un vínculo entre calificaciones de corto y largo plazo. Esto refleja la importancia inherente de la liquidez y la preocupación por el corto plazo dentro de la evaluación a mayor plazo. Asimismo, esto asegura que las dos escalas no se contradigan intuitivamente entre sí al tratar con un emisor determinado. Este vínculo se describe en el Cuadro 1.

Asimetría: El Cuadro 1 también muestra una cierta asimetría, puesto que un riesgo de incumplimiento a corto plazo relativo más alto implica un riesgo elevado de incumplimiento en el corto plazo que no se puede separar de la evaluación de incumplimiento a largo plazo. No obstante, un riesgo de incumplimiento a corto plazo relativo más bajo, probablemente mediante factores que entregan un soporte temporal al perfil del emisor, puede coexistir con un riesgo de incumplimiento más alto en el mediano o largo plazo.

Por ende, esta tabla de "equivalencia" limita el potencial para obtener la combinación de una calificación de corto plazo particularmente débil con una calificación de largo plazo alta. La otra asimetría (una calificación de corto plazo más fuerte con una calificación de largo plazo más débil) se aborda de manera conceptual. Una calificación de corto plazo de grado de inversión representa una medida de liquidez intrínseca o sostenible, que excluye el soporte temporal o insostenible.

www.fitchratings.com Diciembre 19, 2014

Cuadro 1 Correspondencia de Calificaciones

IDR Largo Plazo	IDR Corto Plazo
AAA	F1+
AA+	F1+
AA	F1+
AA-	F1+
A+	F1
Α	F1
A-	F2 o F1
BBB+	F2
BBB	F3 o F2
BBB-	F3
BB+ a B-	В
CCC a C	С
RD/D	RD/D

Fuente: Fitch

Evaluación de Calificaciones de Corto Plazo - Liquidez Sostenible

El horizonte de tiempo de las calificaciones de corto plazo grado de inversión no se relaciona explícitamente con los 13 meses inmediatamente posteriores a la fecha especificada, sino con el perfil de liquidez continuo de la entidad que recibió la calificación, el que se esperaría se mantenga a lo largo del tiempo que cubre una calificación IDR de largo plazo (generalmente un ciclo económico del emisor bajo análisis). Este enfoque pone menos énfasis en las características favorables o desfavorables del perfil de liquidez que pueden considerarse como temporales. Ejemplos de esto incluyen los altos saldos de efectivo que no se esperaría que se mantuvieran, o un alto grado de certeza contractual respecto de los ingresos/flujos de caja para los siguientes 12 meses, que luego se retiran con una menor probabilidad de reemplazo.

La opinión inicial que tiene Fitch de una IDR de corto plazo generalmente considera la calificación de largo plazo del emisor basándose en la equivalencia presentada en el cuadro "Correspondencia de Calificaciones". En los casos en que la IDR de largo plazo se puede vincular a dos calificaciones de corto plazo, sería posible determinar la calificación de corto plazo mediante una revisión detallada de la posición de liquidez, la estabilidad y los programas de contingencia que se utilizan para manejar la liquidez, basándose en una metodología pertinente para el sector. Cuando un emisor demuestre características fuertes y específicas relacionadas con la liquidez, sin grandes deficiencias, se puede asignar la más alta de las dos calificaciones de corto plazo.

En el caso del cruce más frecuente observado entre 'F2' o 'F3' para la categoría 'BBB', el Anexo I entrega los índices que deben cumplir las entidades que se califican.

Como resultado de lo anterior, es posible que el perfil de liquidez sostenible sobre el cual se basa la calificación de corto plazo se aleje del perfil de liquidez real y más fuerte de un emisor durante los siguientes 13 meses. Por ende, las calificaciones de corto plazo de grado de inversión se benefician de una mayor estabilidad a lo largo del tiempo, debido a que se relacionan con la opinión que tiene Fitch del perfil de liquidez sostenible del emisor. De tal modo, las calificaciones de corto plazo no reflejarán la volatilidad asociada con alzas o bajas en la liquidez derivadas de factores temporales. La liquidez se juzga al evaluar una mezcla entre el flujo de caja operacional o interno, la estructura de capital, los recursos disponibles y otros factores, relativos a los requerimientos de liquidez que se adaptan a los escenarios de estrés considerados apropiados para un determinado sector y categoría de calificación.

Dada la menor granularidad de la escala dentro del grado especulativo, y el mayor enfoque en el análisis de las perspectivas a largo plazo del emisor, se usa un enfoque de equivalencia más simple para derivar las calificaciones de corto plazo en el grado especulativo. Es más probable que los cambios reales en el corto plazo en el perfil de liquidez se vean reflejados en movimientos de la IDR a largo plazo, en especial para los emisores con IDR a largo plazo en las categorías de calificación 'B' e inferiores.

Calificaciones del Emisor y de las Emisiones

Calificaciones del Emisor

Las calificaciones de corto plazo de Fitch para emisores se denominan IDR de corto plazo. Las IDR son la escala de calificación principal de Fitch para las entidades y, como indica su nombre (*Issuer Default Rating*), reflejan el riesgo de incumplimiento. Las calificaciones de emisor no reflejan las perspectivas de recupero en caso de incumplimiento. Aunque por lo general la mayoría de los emisores recibirá IDR de corto y largo plazo, es posible que existan instancias donde sólo se asigne una IDR.

Calificaciones de la Emisión

Las calificaciones de corto plazo se asignan a las emisiones con un vencimiento inicial de 397 días o menos. Las calificaciones para los instrumentos corporativos de corto plazo no incorporan la severidad de pérdida. En consecuencia, por lo general las calificaciones de



papeles comerciales y otros instrumentos similares se establecen al nivel de la IDR de corto plazo del emisor.

En los casos en que se entregue una mejora explícita y limitada (cartas de crédito respaldadas por papeles comerciales, por ejemplo), la calificación de corto plazo para el instrumento será la más alta entre la calificación del proveedor que da la carta de crédito de pago directo o una garantía similar y la calificación de corto plazo del emisor mismo.

Incumplimientos ('D') e Incumplimientos Restringidos ('RD')

Cuando una entidad registra incumplimiento, su IDR de corto plazo cambia a 'D', con el objetivo de indicar el incumplimiento de todas sus obligaciones, o a 'RD', para designar un caso de incumplimiento más restringido que incluye sólo a algunas de sus obligaciones. La aplicación de las calificaciones 'D' y 'RD' para una entidad se explica en las metodologías de Fitch *Fitch Ratings Definitions* y *Distressed Debt Exchange*. Las instancias en que se usan las categorías 'RD' y 'D' para una IDR de largo plazo también aplican a una IDR de corto plazo. Fitch espera que, en términos generales, una calificación de largo plazo de un emisor en categoría 'RD' o 'D' corresponda a una calificación de este emisor a corto plazo en categoría 'RD' o 'D', respectivamente, a menos que algún factor específico justifique una diferencia. Por ejemplo, al producirse incumplimiento se asignará una calificación en categoría 'D' a las calificaciones de corto y largo plazo, a menos que Fitch establezca que se mantiene el servicio de deuda para una de las dos capacidades. Al igual que las IDR de largo plazo, las IDR de corto plazo no incluyen ninguna evaluación sobre las perspectivas de recupero.

Los ejemplos de incumplimiento restringido que afectan a ciertas obligaciones de corto plazo y no a otras pueden incluir una distinción entre los programas de inversionistas minoristas y mayoristas, obligaciones en moneda local y extranjera, o instrumentos que reciben soporte externo contractual (garantías formales o soporte soberano tangible) y aquellos que no lo reciben.

Una obligación de corto plazo específica que cae en incumplimiento recibe una calificación 'D'. Esta calificación de corto plazo no incorpora ninguna expectativa de recupero. Después del incumplimiento de una obligación, Fitch podría reemplazar la calificación 'D' del instrumento de corto plazo con una calificación en la escala de largo plazo que incorpore expectativas de recupero. Esto puede ocurrir debido a que la obligación de deuda reestructurada tiene un plazo más largo o porque existe la expectativa de un cierto nivel de recupero pero no en una fecha concreta. Cuando el emisor ha caído en incumplimiento con ciertas obligaciones, lo que resulta en una IDR de corto y largo plazo en categoría 'RD', los instrumentos a corto plazo que no muestran incumplimiento recibirán una calificación en un nivel consistente con las IDR esperadas sobre una base continua. Entonces, por ejemplo, Fitch podría calificar las obligaciones vigentes a corto plazo en 'C', basándose en una IDR de largo plazo esperada en 'CCC' y una IDR de corto plazo en 'C' después de reemplazar las IDR 'RD' temporales.

Cuadro 2

IDR de Corto Plazo y Calificaciones de Instrumentos que se Encuentran o se Acercan al Incumplimiento

o se	Acercan al incumplimi	ento	
IDR de	Corto Plazo	Calificac	ión de Obligación de Deuda de Corto Plazo ^a
,C,	IDR de corto plazo alineadas con las IDR a largo plazo en categoría 'CCC', 'CC', y 'C'.	'C'	Calificaciones para instrumentos a corto plazo alineados con las IDR de instrumentos a largo plazo en categoría 'CCC', 'CC', y 'C'.



'RD'	Puede recibir calificación 'RD' temporal para indicar incumplimiento restringido, antes de ser calificada sobre una base prospectiva (posiblemente en un nivel de IDR de corto plazo más alto).	caído en incumplimiento Instrumento que no	Después de registrarse el incumplimiento, es posible que la obligación de deuda a corto plazo reciba un plazo más largo y se asigne una calificación de deuda senior no garantizada o garantizada a largo plazo, que incluye una evaluación de recupero. En el caso de todos los instrumentos, menos aquellos que han caído en incumplimiento, la calificación de corto plazo será consistente con la IDR esperada a futuro después de que se ha reemplazado la IDR 'RD'.
'D'	Es posible que se retire después de los 30 días posteriores al incumplimiento. Se puede mantener por más de 30 días cuando se estime apropiado y si existe suficiente información disponible para mantener la calificación.	,D,	Para el caso de la IDR de corto plazo. Es posible que se retiren después de 30 días posteriores al incumplimiento, o bien Fitch podría reemplazar la calificación de corto plazo con una calificación de largo plazo de deuda no garantizada o garantizada, que incluya una evaluación de recupero, si existe suficiente información disponible.

^a Las calificaciones de obligaciones de corto plazo que otorga Fitch no incluyen un recupero estimado en caso de incumplimiento Fuente: Fitch

Papel Comercial

La liquidez es una parte importante del análisis corporativo general de Fitch. Si las provisiones de liquidez de una compañía son inadecuadas, esto afecta a las calificaciones crediticias de largo y corto plazo.

Una dependencia excesiva de los CP y otro financiamiento a corto plazo sensible a la liquidez puede aumentar el riesgo de liquidez de una compañía. En el caso de las compañías industriales corporativas, la cantidad apropiada de deuda total de corto plazo, incluyendo los CP, se determina en relación con el capital de trabajo neto y las necesidades de préstamos estacionales, o con una cantidad que se pueda liquidar con flujos de caja operacionales esperados. Por ejemplo, cuando un emisor depende de una capa permanente de CP no relacionada con su ciclo de conversión de efectivo normal, o de CP vigentes inflados para financiar adquisiciones sin la planificación de contingencia suficiente, aumenta su riesgo de liquidez.

La deuda de largo plazo que vence también puede exponer a las empresas a un estrés de liquidez si el plazo de la deuda no calza con los flujos de caja internos o los activos que vencen. Los vencimientos de deuda escalonados y los vencimientos acotados por mes o año pueden ayudar a poner un tope a los estreses de liquidez. El repago de grandes vencimientos de deuda podría evaluarse con anticipación, con planes de contingencia en caso de que las condiciones del mercado de capitales interfieran con el financiamiento esperado.

Riesgos de Liquidez

Los emisores de CP corporativos necesitan las reservas de liquidez suficientes (incluyendo activos líquidos, líneas bancarias comprometidas o liquidez proveniente de una matriz o un tercero) para soportar dos tipos de desafíos para la liquidez: Riesgo sistémico y riesgo crediticio o de evento.

Riesgo Sistémico

El riesgo sistémico se refiere a la posibilidad de que ocurra una alteración considerable en el mercado que afecte a todo el mercado CP o a todo un nivel del mercado. Por ejemplo, el mercado de CP de EEUU está compuesto por tres sectores basados en diferentes grupos de inversionistas. Estos son el mercado CP nivel 1 (que comprende los CP corporativos y respaldados por activos con calificaciones equivalentes a la categoría Fitch 'F1+' o 'F1'), el



mercado CP nivel 2 (CP con calificaciones equivalentes a la categoría de Fitch 'F2'), y el nivel 3 (calificaciones equivalentes a la categoría de Fitch 'F3'). El mercado CP nivel 1 de EEUU es entre nueve y diez veces más grande que el mercado nivel 2 y ha demostrado durante períodos de estrés que presenta un liquidez sustancialmente superior al mercado nivel 2. El nivel 3 agrupa un porcentaje insignificante del mercado total, y su acceso al mercado es bastante volátil. Incluso cuando las condiciones generales son robustas, los CP calificados en 'F3' han tendido históricamente a perder liquidez durante los períodos de fin de año y fin de trimestre.

Las dinámicas de otros mercados varían. En algunos, tales como el mercado de CP de Europa (ECP), el mercado para los papeles comerciales nivel 3 se encuentra altamente limitado en todo momento, incluso más después de los cambios regulatorios aplicados en julio del 2011. Por el contrario, en los mercados locales equivalentes, como los de Francia e Italia, los emisores pueden acceder a mercados de corto plazo equivalentes incluso con perfiles de grado especulativo. No obstante, en todos los casos se puede generar una combinación de factores que reduzca el pool de compradores o el rango de inversiones que se considera repentinamente atractivo para un grupo existente de inversionistas sobre una base sistémica.

Riesgo Crediticio

El riesgo de crédito para los emisores CP se relaciona menos con el riesgo de incumplimiento que con la calificación del riesgo de migración (es decir, la posibilidad de un evento relacionado con un inversionista específico), tales como un anuncio de oferta de toma de control hostil, un fallo judicial adverso inesperado, o un anuncio de ganancias desfavorable) que amerite una baja crediticia y haga que los inversionistas no se muestren dispuestos a comprar nuevos CP de ese emisor. Aunque cualquier emisor de CP corporativo puede experimentar una reducción o pérdida de liquidez debido a eventos crediticios individuales, los créditos en las categorías 'F2' y 'F3' enfrentan los impactos de liquidez más serios, debido a que una baja reduciría considerablemente o eliminaría el acceso al mercado CP. El acceso al mercado para los emisores nivel 2 y 3 también puede verse debilitado por noticias adversas acerca de otra compañía en el mismo sector industrial, incluso si el emisor no se ve afectado directamente.

Es probable que un evento crediticio adverso o una baja en la calificación tenga un impacto más modesto sobre los emisores CP corporativos 'F1+' y 'F1', debido a que cuentan con mejores recursos financieros y reputación de mercado más sólidas desde el principio. No obstante, ni siquiera las corporaciones de niveles más altos (*blue-chip*) son inmunes al riesgo de evento. En contadas ocasiones, los emisores CP corporativos nivel 1 pueden experimentar un deterioro tan rápido en su calidad crediticia que pierden el estatus de grado de inversión.

La calificación crediticia no es el único factor que afecta el acceso al mercado. Los emisores muy grandes que ofrecen CP continuamente en el mercado y aquellos emisores cuyos productos y marcas son bien conocidos tienden a tener un mejor acceso al mercado que los emisores esporádicos con programas de CP pequeños y un perfil público más bajo. No obstante, generalmente las calificaciones crediticias corresponden con los niveles de acceso al mercado, riesgo sistemático y riesgo crediticio. Las conclusiones de Fitch respecto a estos temas se resumen en el Cuadro 3.

Cuadro 3
Relación de Calificaciones Crediticias a Riesgo

Calificación de Fitch	Acceso al mercado	Riesgo sistémico	Riesgo crediticio
F3	Bajo	Alto	Alto
F2	Moderado	Moderado a alto	Moderado
F1	Alto	Bajo	Bajo
F1+	Muy alto	Bajo	Muy bajo
Fuente: Fitch			



Por qué Resulta Importante el Respaldo de Liquidez

La inmediatez de los acuerdos de CP en EEUU, aunada a sus plazos más cortos, hace de los CP una poderosa herramienta de financiamiento a corto plazo y también aumenta el posible riesgo de liquidez para los emisores, que deben financiar sus papeles comerciales que vencen con fondos disponibles inmediatamente. En otros mercados monetarios, tales como el de CP de Europa, la convención del mercado más que la funcionalidad de los sistemas de pago se traduce en que los acuerdos pueden demorar uno o dos días. El acuerdo alcanzado el mismo día se encuentra disponible en varios mercados, pero el que se alcanza al día siguiente o dos días después es el más típico, y es posible que en los casos de los mercados con diferentes monedas donde existen grandes diferencias horarias entre el vendedor y el comprador se apliquen otros mecanismos. Las políticas de tesorería de las corporaciones que enfrenten esta situación estarían al tanto de este requerimiento y aplicarán los resguardos adecuados.

Si el financiamiento de CP de una corporación no calza con su ciclo normal de conversión de activos o el flujo de caja libre operacional, el emisor debe refinanciar las deudas CP que ya se encuentran en el mercado ya sea mediante nuevas deudas CP, con la emisión de bonos a largo plazo o mediante el acceso a líneas bancarias específicas de CP o para "propósitos corporativos generales", si estas permiten obtener financiamiento el mismo día que se solicite. Si el emisor no cuenta con este financiamiento inmediato, es posible que la compañía no pueda repagar sus obligaciones que vencen. A fin de mitigar el riesgo de liquidez, Fitch considera el respaldo de liquidez para CP vigentes y otras obligaciones a corto plazo como un elemento importante al momento de asignar calificaciones a nivel de instrumento, así como un elemento en la evaluación del riesgo de incumplimiento del emisor (IDR de largo plazo).

Los compradores de CP corporativos respaldados por compromisos de liquidez bancarios no deberían confiar en ellos como una mejora crediticia directa. El respaldo de liquidez existe principalmente para proteger el crédito general del emisor contra el riesgo de incumplimiento o insolvencia provocado por refinanciamientos fallidos en el mercado de CP, no para proteger a los acreedores. Casi en todos los casos, el incumplimiento o la insolvencia por parte del emisor elimina la posibilidad de realizar retiros de las líneas de crédito. En consecuencia, la calificación de CP corporativos respaldados por acuerdos de liquidez se vincula a la posición crediticia del emisor y no a las calificaciones de proveedores de liquidez.

El respaldo de liquidez se considera ya sea adecuado o inadecuado. Un respaldo de liquidez "más que adecuado" no justifica una calificación crediticia más alta de corto plazo. Por otro lado, cuando un CP recibe una mejora explícita (por ej., si está respaldado por una letra de crédito de pago directo o una forma similar de garantía) la calificación de CP final será la más alta entre la de la letra de crédito de pago directo o una mejora crediticia similar o la calificación de corto plazo del emisor mismo.

Generalmente, Fitch espera que los emisores de papeles comerciales con grado de inversión tengan un respaldo de liquidez disponible por el 100% de sus deudas de CP vigentes y otras formas de obligaciones de corto plazo, sin importar la calificación crediticia de la entidad. Es posible que el respaldo no solo tenga la forma de compromisos bancarios, sino que también incluya efectivo y equivalentes de efectivo, fuentes de flujo de caja operacional esperadas, soporte tangible de la matriz u otras formas alternativas de soporte de liquidez.

Cálculo de Cobertura de Respaldo de CP Suficiente para Empresas

Fitch calcula la cobertura de respaldo de CP como la suma de todas las líneas de liquidez comprometidas y no usadas (principalmente, líneas de crédito bancarias comprometidas, pero puede incluir las formas alternativas de soporte de liquidez descritas anteriormente) dividida por la suma de CP y todas la demás obligaciones financieras de corto plazo que se anticipa seguirán vigentes, tales como la deuda bancaria de corto plazo y las obligaciones de largo plazo que se vencen dentro de un año. Para este propósito, se eliminan los programas de financiamiento especial y las titularizaciones que tienen respaldo de liquidez asignado del numerador, mientras que el respaldo asignado se elimina del denominador.

Cuando la cobertura de liquidez es inferior al 100% y Fitch asigna una calificación de corto plazo grado de inversión al CP o a la obligación de deuda de corto plazo, se destacará la presencia de una excepción en los comunicados de calificación de Fitch y se explicarán los fundamentos específicos del emisor. Asimismo, si el comité de calificación no considera que el emisor tenga un respaldo de liquidez suficiente, Fitch no podrá asignar una calificación al CP o a la obligación de corto plazo. También se considerará la deficiencia del perfil de liquidez de una entidad al evaluar su riesgo de incumplimiento.

Respaldo Provisto por Bancos

Las líneas de crédito comprometidas y no utilizadas que hayan sido provistas por bancos comerciales representan la fuente más significativa de respaldo para CP. Por lo general, las líneas de crédito comprometidas son líneas de crédito revolventes (*revolving credit facilities* - RCF), que permiten que el deudor retire fondos siempre que se cumplan ciertas condiciones antes de realizar el préstamo. Otros medios aceptados de respaldo incluyen las letras de crédito bancarias. Por lo general, las líneas de crédito no comprometidas no se consideran como respaldo.

Si bien es probable que las líneas de crédito bancarias se mantengan como la fuente principal de liquidez de respaldo, los factores de mercado afectan la disponibilidad y el costo del crédito. Durante el período más álgido de la crisis crediticia más reciente, las RCF asignadas por bancos a menudo se vieron limitadas a plazos de 364 días a dos años debido a los requerimientos de índice de capital bancario y la aversión al riesgo crediticio corporativo. Desde entonces, los plazos de las RCF se han vuelto más extensos, siendo común las líneas a tres años.

En EEUU, las RCF a menudo tienen dos componentes: un tramo multi-anual y un tramo a 364 días. En el mercado CP de Europa, las RCF también a menudo se dividen entre líneas de uno o cinco años. Si la mayoría de las líneas de crédito de respaldo vencen dentro de un año o menos, el emisor CP se ve expuesto al riesgo de no renovación, dado que es posible que algunos bancos no estén dispuestos a renovar sus compromisos que vencen. En el caso de los emisores con cantidades considerables de CP vigentes, la necesidad de contar con respaldo de liquidez con plazos anuales múltiples es incluso más importante. Las compañías con múltiples RCF de largo plazo pueden reducir el riesgo de no renovación al contar con vencimientos escalonados para estas líneas.

Condiciones de Préstamos y Resguardos

Es probable que una RCF se considere como financiamiento comprometido cuando el proveedor bancario tenga un compromiso contractual para otorgar préstamos siempre que el deudor cumpla con las condiciones de la línea para obtener financiamiento. En general, una RCF también incluye una serie de representaciones por parte del deudor, así como resguardos (covenants) afirmativos y negativos del deudor. Los eventos de quiebra o insolvencia o el incumplimiento de ciertos resguardos por lo general liberan al banco de la obligación de realizar nuevos avances. Las condiciones precedentes para otorgar préstamos y establecer resguardos financieros son por lo general menos restrictivas mientras más corto sea el plazo



de la línea de crédito y es posible que se apliquen muy pocas a los deudores con una calidad crediticia fuerte. Por el contrario, es posible que los deudores con calidades crediticias inferiores encuentren condiciones más onerosas y resguardos financieros más restrictivos, aunque la competitividad dentro del mercado de préstamos sindicados lleva al debilitamiento periódico en la disciplina de otorgamiento de préstamos.

En especial en el caso del mercado de EEUU, algunos acuerdos bancarios incorporan una condición que libera a los bancos de sus requerimientos de financiamiento cuando un cambio adverso considerable (*material adverse change* - MAC), o un evento adverso considerable, afecta al deudor. En un mercado bancario altamente competitivo, por lo general los deudores más fuertes y requeridos pueden evitar la inclusión de una cláusula de MAC. Un deudor se asegura un mayor respaldo de liquidez si sus acuerdos bancarios no contienen resguardos financieros restrictivos o cláusulas MAC que limiten los compromisos de los bancos para realizar avances de fondos; no obstante, las cláusulas MAC se pueden ver como herramientas de negociación más que "cláusulas de escape". La presencia de una cláusula MAC no invalida la línea de respaldo para el cálculo de respaldo de liquidez de Fitch.

Los resguardos financieros pueden incluir limitaciones sobre el apalancamiento y la prenda de activos, límites para la cobertura de cargo fijo, para el valor neto tangible y resguardos ante cambio de control. En ocasiones, las líneas de crédito de los emisores estadounidenses ubicados en la categoría de calificación 'BBB' se encuentran garantizadas; las líneas de crédito de los emisores EMEA con calificación 'BBB' casi nunca se encuentran garantizadas. Si es probable que se gatille un resguardo, la capacidad para realizar retiros desde la línea de respaldo dependería de que el banco o los bancos otorguen una exención, lo que debilitaría el valor y la predictibilidad de la línea de respaldo.

Por lo general, los resguardos que mencionan índices financieros no limitan la efectividad del respaldo cuando, como es el caso generalmente, se relacionan con datos de cuentas auditadas periódicamente y no se encuentran en niveles muy lejos de aquellos consistentes con los parámetros del grado de inversión. No obstante, existe el potencial para que resguardos financieros más exigentes invaliden el respaldo en cuanto a los cálculos de Fitch, si Fitch piensa que existe una probabilidad razonable de que no se cumplan los resguardos.

Limitaciones

Consulte también la sección Limitaciones en la Metodología Maestra *Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Corporate Rating Methodology: Including Short-Term Ratings and Parent and Subsidiary Linkage).*

Asimismo, el tamaño y la liquidez de los mercados financieros en diferentes países varían considerablemente, y las políticas de los emisores en EEUU y CP de Europa no aplican necesariamente a los emisores corporativos de mercados nacionales menos líquidos. Es probable que los comités de calificación de Fitch ajusten estos criterios basándose en las circunstancias especiales de los distintos emisores. En los casos en que ocurran ajustes a los criterios, dichas modificaciones se analizarán en los comentarios de acción de calificación o en los informes de análisis relacionados.

Anexo 1 - Niveles Máximos

Pautas Adicionales para el Nivel 'F2' o 'F3' de Corto Plazo de Entidades con Calificaciones 'BBB'

En el frecuente caso observado de este cruce entre el nivel 2 y el nivel 3, Fitch realizaría el siguiente análisis.

Enfoque en Liquidez Interna: El enfoque centrado en determinar la división en el extremo medio a más bajo del grado de inversión sigue estando en las fuentes de liquidez generadas de manera interna. Ejemplos para los dos niveles de calificación de corto plazo pertinentes para una calificación de largo plazo en categoría 'BBB' se describen más abajo.

Inclusión de Liquidez Externa: La liquidez provista desde fuera en la forma de RCF comprometidas, sólo es relevante como consideración secundaria. El índice de liquidez bruto posible descrito en el Cuadro 4 puede destacar a los emisores cuando la liquidez depende más en las buenas relaciones con los bancos que en la fortaleza de su generación de liquidez interna.

Cuadro 4
Observaciones de Índice Típicas Promediadas a lo Largo del Tiempo para Máximos 'F2'/F3'

Índices	Más consistente con 'F2'	Más consistente con 'F3'
Interno		
Flujo de caja libre/EBITDAR	>20%	<20%
Caja disponible a fin de año/deuda de corto plazo	>80%	<80%
FFO/servicio de deuda ^a	>1,5x	<1,5x
Interno y externo combinado		
Liquidez potencial bruta ^b /servicio de deuda	>1,1x	<1,1x
 ^a FFO más intereses/deuda de corto plazo más intereses adeudados en el año representado ^b Flujo de caja libre más caja disponible más parte no retirada de líneas comprometidas Fuente: Fitch 		

Medidas Vistas a lo Largo del Tiempo: A fin de asegurar que la liquidez es sustentable, Fitch esperaría que los emisores con calificaciones de corto plazo muestren al menos dos de los tres índices de liquidez interna al tomar el agregado de los dos años más recientes, el año actual y las proyecciones de Fitch para los siguientes dos años. La consideración para emisores que muestren una trayectoria clara en una dirección en particular se centraría más en los índices proyectados.

Consideraciones Adicionales: También se aplican consideraciones adicionales respecto de la calidad del flujo de caja. Una estacionalidad que incluya la concentración de la rentabilidad en un período, o los movimientos volátiles de capital de trabajo, pueden llevar a una evaluación débil de liquidez interna. Asimismo, en el caso de que los indicadores financieros no resultaran concluyentes, Fitch podría considerar que una compañía regulada de servicios públicos con flujo de caja libre negativo tenga una liquidez inherente más fuerte dada la mayor predictibilidad relativa de sus flujos de caja.

Niveles máximos en 'A+'/'F1+' y 'BBB-'/'F2'

Estas combinaciones de niveles máximos ya no se aplican a las calificaciones de empresas no financieras.



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

Derechos de autor © 2014 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, Nueva York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435.. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, 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 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 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, 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 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 pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un substituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, 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 titulo. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier titulo 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 presentáda 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.