FitchRatings

Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos

Metodología Maestra

Alcance

Calificaciones de Deuda de Proyectos e Infraestructura: Este informe describe la metodología global de Fitch Ratings para asignar y monitorear calificaciones crediticias de obligaciones cuyo repago depende de flujos de caja provenientes de la propiedad y operación de un proyecto de infraestructura o negocios relacionados con infraestructura, incluyendo aquellos con activos múltiples en diferentes ubicaciones. Los emisores pueden ser vehículos de propósito especial (VPE), corporativos o entidades de finanzas públicas.

Esta metodología aplica particularmente a infraestructura de transporte, generación y transmisión de energía eléctrica, asociaciones público-privadas (APP), las transacciones de infraestructura deportiva y las bursatilizaciones de negocios del Reino Unido, así como transacciones también en sectores que exhiben características comparables con infraestructura (como recursos hídricos, recursos naturales y ciertos sectores industriales), en función de cada caso. El acreditado o su afiliado (emisor) serán propietarios directa o indirectamente de uno o más de los activos de infraestructura que constituyen un portafolio mayormente estable que es financiado por la deuda calificada.

Las calificaciones bajo esta metodología se asignan a instrumentos individuales de deuda y son, por lo tanto, calificaciones de emisiones. Los emisores también podrían tener asignadas calificaciones de riesgo emisor (IDR; *issuer default rating*).

Este informe metodológico también se utiliza junto con otras metodologías aplicables (ver informes del lado derecho en página 2).

Factores Clave de Calificación

La influencia relativa de factores cualitativos y cuantitativos sobre una calificación varía entre entidades dentro de un sector, así como a través del tiempo. Como guía, cuando un factor es significativamente más fuerte/más débil que otros, este elemento más fuerte/más débil tiende a tener más peso en el análisis.

Riesgos de Operación, Ingreso y Renovación de Infraestructura: El análisis de Fitch abarca la capacidad del emisor de generar un flujo de caja estable con base en el marco jurídico y los fundamentos económicos. Fitch evaluará el costo operativo, la demanda, el ingreso y el riesgo de renovación de la infraestructura, que afectan la capacidad de realizar los pagos del servicio de la deuda.

Estructura de la Deuda: Fitch evalúa los mecanismos de protección en la estructura de la transacción para garantizar el pago oportuno del servicio de la deuda. Esto engloba una evaluación de la clasificación en la cascada de pagos, el riesgo de refinanciamiento, el perfil financiero, el paquete de obligaciones de hacer y no hacer, las características estructurales, el riesgo financiero de las coberturas de derivados, la liquidez y las reservas.

Contenido

Alcance 1
Factores Clave de Calificación 1
Otros Factores para la Calificación 2
Marco de Referencia 2
Estructura e Información 4
Riesgo de Conclusión 10
Riesgo de Operación 10
Desarrollo, Renovación, Obsolescencia y Vida Económica de Infraestructura 17
Riesgo de Compensación de la Terminación 18
Riesgos Macro 19
Estructura de la Deuda 21
Resumen Financiero y Caso de Calificación 25
Modelos 28
Análisis de Pares 29
Seguimiento 29
Sensibilidad de los Supuestos de Calificación 30
Variaciones Metodológicas 30
Limitaciones 31
Divulgación 31
Apéndice A 32
Apéndice B - Definiciones para Métricas Financieras 33
Apéndice C 35
Apéndice D – Calificando a Compañías Tenedoras en Financiamiento de Proyectos 36
Apéndice E — Factores que Distinguen entre Calificaciones de Corto Plazo 41

Esta metodología es una traducción del reporte en inglés titulado "Infrastructure and Project Finance Rating Criteria" de fecha 24 de marzo de 2020. Este reporte actualiza y reemplaza la "Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos, con fecha 26 de octubre de 2020.

Analistas

Cherian George
+1 212 908 0519
cherian.george@fitchratings.com

Glaucia Calp
+57 1 484 6778
glaucia.calp@fitchratings.com

Sajal Kishore
+65 6796 7095
sajal.kishore@fitchratings.com

Danilo Quattromani
+39 02 879087 275
danilo.quattromani@fitchratings.com

Scott Zuchorski
+1 212 908 0659
scott.zuchorski@fitchratings.com

Otros Factores para la Calificación

Perfil Financiero: Los casos de Fitch evalúan la flexibilidad financiera de un proyecto al enfrentar estreses que se espera que se produzcan durante el período proyectado. Las métricas se utilizan para evaluar el perfil de liquidez del emisor y su apalancamiento total. El riesgo de contraparte (compradores, otorgantes de concesiones, proveedores de garantías) es evaluado para cada factor de riesgo buscando determinar su impacto en la deuda calificada.

Riesgo de Conclusión: Cuando es relevante para la calificación, Fitch evalúa los riesgos que puede ocasionar que el proyecto no se complete en el tiempo, presupuesto y/o conforme a los estándares de desempeño asumidos para el período de referencia del perfil crediticio. Fitch considera los siguientes factores: los contratistas, la estructura de costos, el riesgo de retraso, el riesgo de tecnología, el soporte de liquidez interna y externa o la mejora crediticia, y otros términos contractuales de la etapa de construcción.

Estructura e Información: Se considera cualquier riesgo o mitigación de riesgo que provenga de la calidad y experiencia de los patrocinadores, de la fortaleza de la estructura legal y/o de la calidad de la información.

Riesgos Macro: Los factores de riesgo país, los riesgos específicos de la industria y la exposición del proyecto a riesgos de evento, así como los mitigantes de dichos riesgos, se consideran en la calificación final.

Metodologías Aplicables

Completion Risk Rating Criteria (Metodología de Calificación de Riesgo de Conclusión) (Diciembre 2020)

Government-Related Entities Rating Criteria (Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno) (Septiembre 2020)

Parent and Subsidiary Rating Linkage (Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria) (Diciembre 2021)

Country Ceilings Criteria (Metodología de Techo País) (Julio 2020)

Corporate Rating Criteria (Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas) (Octubre 2021)

National Scale Ratings Criteria (Metodología de Calificaciones en Escala Nacional) (Diciembre 2020)

Marco de Referencia

Esta metodología maestra es usada por Fitch en conjunto con cualquier metodología de sector específico que sea relevante. Las metodologías de sector específico pueden proveer métricas indicativas y niveles de estrés, factores adicionales, atributos esperados o criterios específicos. La clasificación de los atributos de este reporte representa las opiniones analíticas de Fitch para una gama amplia de proyectos. Las listas no son exhaustivas y algunos atributos pueden simplemente no ser relevantes para un proyecto específico. Las tablas de atributos no son listas de verificación, sino una guía cualitativa para evaluar los atributos de un proyecto y son solo parte del proceso de calificación. Se identifican métricas específicas para la metodología maestra pero, cuando sea relevante, se pueden usar métricas adicionales. En los sectores en los que Fitch no ha desarrollado metodologías de sector específico, puede ser utilizada únicamente la metodología maestra. Para los proyectos expuestos tanto al riesgo de conclusión como al riesgo de operación, la calificación final estará limitada por la menor de las dos evaluaciones de riesgo.

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

Se trata de metodologías globales y el enfoque analítico de las calificaciones de la deuda de proyectos e infraestructura no difiere a lo largo de fronteras políticas o geográficas, a pesar de que cada jurisdicción tiene sus propias características económicas y legales. Los niveles de calificación discutidos en la metodología maestra y en cualquier metodología de sector específico se relacionan con la escala de calificación internacional de Fitch. Para emisiones de deuda en mercados locales que requieren calificaciones en escala nacional, Fitch asignará una calificación dentro de la escala nacional relevante.

Esta metodología maestra y las metodologías de sector específico pueden usarse en combinación con otras metodologías de calificación de Fitch. Estas instancias incluyen:

- **"Metodología de Calificaciones en Escala Nacional" ("National Scale Ratings Criteria"):** Cuando se asigna una calificación nacional para una entidad de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos. Aplican todos los elementos analíticos relevantes de esta metodología.
- **"Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno" ("Government-Related Entities Rating Criteria"):** Cuando una entidad de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos es directa o indirectamente propiedad de un gobierno. Aplican todos los elementos analíticos relevantes de esta metodología.

- **"Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria" ("Parent and Subsidiary Rating Linkage"):** Cuando una entidad de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos está vinculada por una relación de matriz y subsidiaria. Aplican todos los aspectos relevantes de esta metodología.
- **"Metodología de Escalonamiento y Calificaciones de Recuperación de Corporativos y Tratamiento de la Calificación de Recuperación Específico por País" ("Corporates Notching and Recovery Ratings Criteria and Country-Specific Treatment of Recovery Rating"):** Cuando se haya solicitado a Fitch que asigne una calificación de instrumento y de recuperación a una entidad de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos. Fitch puede aplicar los principios inherentes a la metodología de análisis de recuperación para determinar una calificación de recuperación y la calificación resultante del instrumento.

Fitch también puede apoyarse en otras metodologías para fortalecer su evaluación de los factores clave de calificación y análisis financiero. Cuando una entidad de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos se beneficie de ingresos tributarios o esté expuesta a gastos relacionados con impuestos, además de sus ingresos y gastos de operación, Fitch considerará la "Metodología de Calificación de Finanzas Públicas de Estados Unidos Respaldas por Ingresos Fiscales" ("U.S. Public Finance Tax-Supported Rating Criteria") y la "Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales" ("Rating Criteria for International Local and Regional Governments"), respectivamente para entidades con sede y sin sede en EE. UU., para el marco de referencia de ingresos y gastos.

Cuando una entidad de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos opere en un sector no cubierto por las metodologías sectoriales de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos (como agua, educación superior, cuidado de la salud), Fitch tomará la "Metodología de Calificación de Entidades Respaldadas por Ingresos del Sector Público" ("Public Sector, Revenue-Supported Entities Rating Criteria") o la "Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas" ("Corporate Rating Criteria"), para entidades que sean respectivamente de propiedad pública y propiedad de inversionistas, para elementos analíticos, tales como evaluaciones de la demanda y el precio subyacentes, así como métricas financieras indicativas.

Si, durante el proceso de calificación, se utilizan elementos analíticos de cualquiera de estas metodologías, incluidos modelos, estos se divulgarán en las comunicaciones acerca de la calificación.

Para un emisor o emisión con calificación B o inferior, puede ser suficiente analizar únicamente el caso base para evaluar el riesgo de incumplimiento y la transición de la deuda. Por definición, la calificación sugiere que tal emisor tendrá poca capacidad para sortear condiciones económicas adversas. Dado que el número de incumplimientos es limitado en el sector de infraestructura, las métricas son menos útiles para asignar calificaciones que van de B a C. Fitch realizará una evaluación cualitativa del nivel de riesgo de incumplimiento y el alcance de cualquier margen de seguridad remanente indicado por el perfil de riesgo operativo y financiero general del emisor. A este respecto, las definiciones de calificación de Fitch asociadas con las categorías de calificación de B a C proporcionan orientación.

Atributos de Factor de Riesgo para Determinar Niveles de Estrés

La mayoría de los factores de riesgo analizados en esta metodología maestra, o en cada metodología de sector específico, determinará los tipos y niveles de estrés que Fitch incluirá, en particular a través de los supuestos del caso de calificación. Un atributo Débil se traduciría directamente en un supuesto más severo (por ejemplo, asumir una mayor volatilidad de costo aumentaría el estrés aplicado a los costos en el caso de calificación).

Fitch evalúa los atributos de factor de riesgo en una escala de tres niveles de "Fuerte", "Medio" y "Débil". En ciertos casos, como el riesgo de ingresos y de construcción, en los que la fortaleza o debilidad relativa dentro de cada nivel determina distinciones de calificación, la escala puede ampliarse como parte del proceso de revisión analítica para hacer mayores distinciones dentro de estas categorías, tales como "Más Fuerte" y "Fuerte" y "Medio Alto" y "Medio".

El impacto de los atributos individuales variará por transacción y dependerá de si se determina que tiene una influencia mayor o menor en el resultado de calificación. Los factores de riesgo de mayor influencia, como lo son el riesgo de ingresos y el riesgo de construcción, tendrán una influencia más alta en la calificación final. Esto se reflejará en las evaluaciones de atributos generales y las métricas indicativas asociadas. Los factores de riesgo de menor influencia, como la renovación de la infraestructura y la estructura de la deuda, tendrán un impacto más marginal en las calificaciones, a menos que existan exposiciones sustantivas no mitigadas que tengan un peso en el perfil crediticio de una transacción en particular.

Otros factores de riesgo aplicarían asimétricamente, cuando solo las características que estuvieran por debajo del estándar se reflejarían en los niveles de estrés o en los niveles de calificación, mientras que se espera que las características más positivas para el crédito sean la regla y estas tendrían un impacto neutral en la calificación. En algunos casos, las características por debajo del estándar pueden resultar en que Fitch no pueda asignar una calificación al emisor o al instrumento de deuda.

Fitch podría solamente evaluar el atributo de los factores de riesgo que considera que es un factor clave de calificación, tal y como se especifique en el comentario o reporte de la acción de calificación y/o en la metodología del sector.

Estructura e Información

Propiedad y Patrocinadores

Fitch considerará la fortaleza de los patrocinadores al evaluar el impacto de los escenarios de estrés en una calificación, la capacidad de un emisor de manejar el proyecto a través de esos estreses y la capacidad y el historial de la administración a lo largo de los ciclos de estrés con activos calificados.

Un patrocinador altamente experimentado, que demuestre fuertes lazos estratégicos sostenibles, será considerado positivo para la calificación. Un patrocinador sin experiencia, con un historial limitado de soporte y sin vínculos estratégicos con respecto a la transacción, puede ser negativo para la calificación. Un patrocinador o grupo propietario con experiencia significativa en el desarrollo y operación de activos dentro de su propio sector y mercados geográficos, así como en la región y el país en donde se ubica la transacción, se ve positivamente. Además, los patrocinadores con experiencia demostrada en tecnología y mercados, así como la voluntad demostrada de respaldar las transacciones durante las caídas económicas y los eventos adversos, también se ven positivamente.

Se considera que la participación de entidades locales apoya la calificación, ya que pueden estar más informadas y ser sensibles a los negocios y la política en el país. En ocasiones, los patrocinadores pueden ser entidades u organismos públicos, en cuyo caso pueden prevalecer otros factores (por ejemplo, tales patrocinadores raramente tienen experiencia internacional, pero pueden tener control estrecho de aspectos políticos y regulatorios). La agencia también considera la estructura de propiedad del emisor y su complejidad, la existencia de múltiples propietarios, el potencial de cambio de propiedad y la flexibilidad para resolver las cuestiones

relativas a la realización u operación del proyecto. Se revisa la alineación de intereses entre propietarios, contratistas y acreedores para identificar conflictos obvios en circunstancias adversas y la negociación del contrato o, por el contrario, la evidencia de un historial de relación constructiva de colaboración, incluso con transacciones problemáticas.

Fitch busca evidencia del compromiso de los patrocinadores con el proyecto. Los patrocinadores con recursos significativos, tiempo y reputación invertidos en el proyecto, incluidos niveles más altos de inversión de capital directa o garantías, así como los requisitos para mantener una capitalización adecuada o el enfoque de servicio público, se consideran como factores de estabilización. La existencia de propiedad común de activos relacionados que son dependientes e integrales entre sí se considera positiva para la calificación, ya que indica un vínculo estratégicamente importante con la transacción (por ejemplo, una entidad minera que posee una parte del ferrocarril que conecta la mina al puerto a través del cual se transporta la mayor parte de su producto), lo que podría ser positivo para la calificación.

La presencia de patrocinadores financieramente sólidos en transacciones económicamente justificables puede proporcionar un beneficio de calificación limitado a las calificaciones de deuda de infraestructura. En particular, las calificaciones nuevas pueden no estar limitadas cuando el apoyo marginal por parte de un patrocinador financieramente sólido pueda aliviar eventos de estrés de liquidez temporal, según el análisis de Fitch. Idealmente, el apoyo del patrocinador es solo por un período breve y el monto es marginal en comparación con los costos de capital y la capacidad financiera del patrocinador. Sin embargo, Fitch no asumirá que los patrocinadores proporcionarán sistemáticamente apoyo financiero de manera oportuna para cumplir con las obligaciones financieras de un emisor, a menos de que existan garantías contractuales.

Propiedad y Patrocinadores

Atributos Fuertes	Un patrocinador que es líder en el mercado con experiencia profunda en administración directa de transacciones similares; historial de apoyo para inversiones; servicio público patrocinado por el gobierno o una entidad gubernamental; patrocinador con más del 50% de propiedad; obligaciones de hacer y no hacer respecto a cambio de control a través de la vida de la deuda; modelo de negocio a "largo plazo" u operador en la clase de activos que evidencia lazos estratégicos sostenibles con la entidad que está siendo calificada; larga trayectoria de administración de los activos calificados a través de varios períodos de estrés económicos y operativos.
Atributos Medios	Un patrocinador tiene cierta experiencia en transacciones similares; patrocinador con incentivos económicos para apoyar inversiones que son relevantes para un escenario de estrés durante la vida de la deuda; obligaciones de hacer y no hacer respecto a propiedad mínima y cambio de control; seguimiento de la administración de los activos calificados a través de al menos un período de estrés económico u operativo.
Atributos Débiles	Un patrocinador que carece de experiencia significativa en transacciones similares; sin mayoría/propiedad controladora/patrocinador; patrocinadores comerciales/financieros inexpertos o menores; capital prestado/apalancado; estructura de propiedad en niveles múltiples; modelo de negocio especulativo o de corto plazo; historial muy limitado de administración de los activos calificados.

Fuente: Fitch Ratings

La evaluación de Propiedad y de los Patrocinadores, cuando estos se tienen en cuenta junto con los riesgos sustantivos de la transacción, puede conducir a un ajuste positivo o negativo en la calificación. Es probable que el impacto positivo en la calificación sea limitado, mientras que el impacto negativo podría ser más severo con base en la presencia de riesgo de deterioro.

Estructuras de Emisor

Las entidades calificadas bajo la "Metodología de Calificación de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos" de Fitch están organizadas bajo las leyes locales teniendo en cuenta consideraciones regulatorias, fiscales, contables y de gobierno corporativo, entre otras. Fitch no requiere que las entidades calificadas adopten una forma jurídica en particular. La clave es el aislamiento de la entidad económica o la transacción específicas a calificar.

Estructura Delimitada

Fitch revisa si los activos y la operación de la entidad o transacción económica específica pueden ser evaluados o no como una entidad independiente, apartada del riesgo de insolvencia de su(s) propietario(s) y filial(es). La independencia de la insolvencia de los propietarios y filiales se puede lograr a través de características contractuales o estructurales específicas, incluidos el establecimiento de un grupo restringido, instrumento de propósito especial o un fideicomiso.

Al calificar una entidad operativa independiente, Fitch espera que los contratos clave estén a nombre de dicha entidad o se celebren en nombre de esta para el beneficio exclusivo de la misma. Cuando una entidad del sector público posee o controla la entidad calificada por Fitch, la calificadora toma en consideración si las leyes aplicables permiten separar y aislar o no la instalación y sus flujos de efectivo de una insolvencia de la entidad del sector público.

Si bien las protecciones legales y contractuales proporcionan un marco de referencia para la separación legal, la conducta de las entidades calificadas también es importante para el análisis de Fitch. La calificadora considera positivamente la divulgación, los trámites y los certificados de funcionarios que confirmen que una entidad calificada cumple con sus contratos de emisión de bonos o documentos de préstamo y otras disposiciones organizacionales o contractuales que respalden la separación legal.

Estructura Corporativa

En esta metodología, al evaluar estructuras corporativas, Fitch puede consolidar los estados financieros cuando son una base razonable para la evaluación de la capacidad económica de un grupo con una estructura corporativa para hacer uso de los recursos disponibles para servir su deuda e identificando el verdadero alcance actual o potencial de sus pasivos.

Sin embargo, factores como la estructura accionaria, los acuerdos de financiamiento y las restricciones basadas en la ubicación pueden ser tales que el perfil consolidado no proporcione la representación más adecuada para evaluar la calidad crediticia de la entidad legal calificada, típicamente la empresa controladora principal; por consiguiente, es necesario "rediseñar los límites" de la estructura corporativa en la mayoría de los casos con algún tipo de desconsolidación. La decisión de desconsolidar sería generalmente el resultado de una evaluación de un vínculo débil entre la matriz y la subsidiaria considerada para la desconsolidación, análisis basado en la evaluación de los vínculos legales, operativos y estratégicos descritos con más detalle en la metodología de Fitch "Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria".

Fitch puede desconsolidar por completo una porción de la contribución al UAFIDA (EBITDA en inglés) del grupo consolidado con el dividendo sostenible recibido en efectivo de esta última entidad. Pueden consolidarse proporcionalmente en empresas conjuntas 50:50 o 60:40 en las cuales los socios igualitarios otorguen aportaciones/apoyos de capital o en las que se espera que el fondeo de la empresa conjunta reciba el apoyo de sus propietarios y, lo que es más importante, existe un control relativamente mayor del efectivo. Fitch puede realizar un ajuste por la participación no controladora cuando una entidad está consolidada (como si se tuviera el 100% de la propiedad) pero cuenta con participaciones minoritarias, por lo que se pagan dividendos a esas participaciones.

Incluso si el perfil consolidado es la base correcta para la evaluación de la solvencia crediticia, no significa necesariamente que todas las entidades dentro de un grupo se calificarán en el mismo nivel, situación que se explica en la "Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas" ("Corporate Rating Criteria").

El grado de subordinación, ya sea debido a las características de los instrumentos de deuda o la ubicación de la deuda en la estructura del grupo, o bien, por la capacidad de una entidad emisora de acceder a los flujos de efectivo dentro de la estructura del grupo, puede afectar la calificación de riesgo emisor. Por ejemplo, una entidad calificada puede ser más una compañía tenedora que recibe flujos de efectivo contingentes a través de dividendos, en lugar de una compañía tenedora con acceso directo a todas las fuentes de ingreso consolidadas. De manera similar, la prelación en el financiamiento de subsidiarias con menor riesgo puede resultar en que la tenedora solo tenga acceso directo a actividades más riesgosas en lugar de a todo el grupo, como se muestra en las cuentas consolidadas.

Compañía Controladora de Financiamiento de Proyectos

Cuando las instalaciones son propiedad de una o más empresas operadoras delimitadas (operadora) que forman parte de una compañía tenedora y ambas son entidades de propósito especial, las calificaciones de las compañías tenedora y operadora se evaluarán de forma independiente. La compañía tenedora tendrá flujos de efectivo derivados de los dividendos que puede recibir de la compañía operadora, los cuales pueden estar sujetos a restricciones de distribución de dividendos al nivel de la compañía operadora. El Apéndice B proporciona un marco analítico detallado.

Entidades Relacionadas con el Gobierno

Fitch aplicaría su "Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno" a las entidades que se consideran "relacionadas con el gobierno", es decir, cuando un gobierno, ya sea a nivel nacional, regional o local, tiene control suficiente sobre la entidad para que se establezca una relación de controladora/subsidiara. Para mayor claridad, esto no se aplica a los emisores de bonos de ingresos estadounidenses.

Riesgo de Contraparte

La transferencia de riesgo a las contrapartes es un tema central en muchas transacciones de financiamiento de infraestructura. Fitch evalúa si existe dependencia de una contraparte con base en una evaluación general de la viabilidad económica de la transacción en ausencia de la contraparte. El valor de la transferencia de riesgo dependerá entonces de la capacidad financiera de la contraparte para absorber ese riesgo. Como principio general, cuando los recursos financieros o los flujos de efectivo del emisor dependen del desempeño financiero de una contraparte a la que se le han transferido riesgos de garantía, conclusión, ingreso, costo, suministro, liquidez, tasa de interés u otros, a esto se le da crédito en la medida en que la contraparte tenga una calificación acorde o superior a la calificación de la deuda emitida. A menos que esté compensado. de alguna otra forma, por una contraparte de la cual el emisor tiene alguna dependencia puede limitar la calificación de la deuda del emisor. Esto sería típico en proyectos totalmente contratados.

Si un tercero solvente proporciona una garantía de crédito incondicional e irrevocable para las obligaciones del prestatario, constructor, adquiriente, proveedor, operador u otra parte clave de la transacción, Fitch sustituiría la calidad crediticia de la parte de la transacción con la del garante.

Las calificaciones para cualquier contraparte, en las cuales el desempeño financiero es clave para el desempeño del emisor, se basan en una calificación de Fitch asignada por el grupo analítico relevante. Fitch podría calificar una transacción por encima de la calificación de la contraparte en circunstancias en las que el perfil crediticio de la transacción no sería afectado si la contraparte se retirara porque hay otros proveedores de productos o servicios dispuestos e incentivados a intervenir en términos mayormente similares, los costos para reemplazar a alguna de las contrapartes es marginal, y la capacidad y disposición de la contraparte para cumplir con su obligación de pago se basa en obligaciones legales estatutarias, reglamentarias o de interés público, o es un producto o servicio estratégico o esencial. Tal incremento en la calificación se limitaría generalmente a uno o dos escalones (*notches*) más.

Cuando no se tenga una calificación de la(s) contraparte(s) publicada por Fitch, se puede utilizar una evaluación interna y privada de la calidad crediticia. Fitch se reserva el derecho de utilizar la calificación pública monitoreada de otra organización de calificación estadística reconocida a nivel nacional (NRSRO; *nationally recognized statistical rating organization*), cuando dicho enfoque analítico se considere en gran medida consistente con el enfoque de Fitch.

Algunas transacciones pueden no requerir calificaciones de contraparte(s), sin tomar en cuenta la proporción de ingresos que represente cualquiera de la(s) contraparte(s) o grupo de contrapartes. Algunos ejemplos incluyen transacciones cuyos productos o servicios son tan esenciales y/o proporcionados a precios en los que una gran cantidad de compradores tienden a reemplazar a cualquiera de las contrapartes existentes que incumplan o abandonen la transacción.

A lo largo de este reporte, en el que una evaluación cualitativa del riesgo incorpora, entre otros elementos, la cualificación y la fortaleza de una contraparte, las clasificaciones en la tabla siguiente se utilizan cuando se consideran los recursos financieros de dicha contraparte en el

contexto de la evaluación general de riesgos. Estos se utilizan en la evaluación de otros factores de riesgo (por ejemplo, la estructura de la deuda para la cobertura del riesgo de contraparte o de ingresos, tal como se define en las metodologías específicas por sector relevantes.

Características de la Contraparte	
Atributos Fuertes	Las contrapartes predominantemente Fuertes se habrán evaluado en la categoría 'A' o superior.
Atributos Medios	Las contrapartes predominantemente de nivel Medio habrán sido evaluadas en 'BB +' o en la categoría 'BBB'.
Atributos Débiles	Las contrapartes predominantemente Débiles habrán sido evaluadas en 'BB' o inferior.

Nota: Los atributos Fuertes resultarán en estreses menos severos, mientras que los atributos Débiles resultarán en estreses de mayor magnitud (ingresos y costos), dependiendo del impacto de los atributos en la transacción.

Fuente: Fitch Ratings.

Legal y Regulatorio

La evaluación del marco legal y contractual de las estructuras de las transacciones es parte integral e inseparable del análisis crediticio de Fitch. Los marcos de referencia para transacciones pueden estar basados principalmente en contratos o en documentos organizacionales particulares, estatutos, regulaciones o autoridad constitutiva. Como parte de la revisión de un crédito, Fitch considera la claridad de las leyes y regulaciones relevantes, el grado de discreción regulatoria aplicable y la inviolabilidad de las relaciones contractuales. Fitch revisa los contratos clave, hojas de términos, materiales de oferta y disposiciones legales, según corresponda, para evaluar los elementos comerciales clave, con especial atención en la asignación o transferencia del riesgo. También se consideran los mecanismos para la resolución de disputas.

A menos que se indique lo contrario en su informe de emisión, cuando la transacción requiera que las partes contratantes tengan licencias, permisos o un estatus regulado, Fitch buscará la confirmación de que se han obtenido todas las licencias pertinentes, permisos o estatus regulados y que son válidos en todas las leyes correspondientes. La agencia analizará el riesgo de pérdida o renovación de dichas licencias, permisos o estatus regulados dentro de la jurisdicción en particular.

Legal y Regulatorio	
Neutral para la Calificación	Fuerte precedente de contratos clave; se han obtenido todas las licencias, permisos o estatus regulados relevantes y son válidos, y hay posibilidad de que se mantengan y sigan siendo válidos; asignación clara de riesgo de la transacción y financiero, pero podría tener condiciones de desempeño.
Negativo para la Calificación	Los contratos de la transacción, marco regulatorio o estatutario dependen de una legislación o regulación sin evaluar; opiniones legales débiles o no existentes; contratos no disponibles para inspección; no todas las licencias, permisos o estatus regulado relevantes se han obtenido por completo.

Nota: Los atributos Débiles resultarán en estreses de mayor magnitud aplicados a los aspectos relevantes de la transacción (por ejemplo, ingresos y costos), dependiendo del impacto de los atributos en la transacción.

Fuente: Fitch Ratings.

Otras cuestiones, como los derechos de garantía, o restricciones legales respecto a la propiedad del proyecto se revisarán caso por caso. Fitch basará su análisis crediticio en opiniones o memorandos legales en la medida en que sean provistos por el abogado de la transacción, que exista un precedente legal del cual la agencia esté consciente, y/o declaraciones de los reguladores o los gobiernos.

Fitch también considera el país de operación (generalmente la ubicación de los activos) y el país de incorporación del vehículo exclusivo para el proyecto, del emisor y de otras partes clave, junto con el grado de confiabilidad y orientación que tengan sus sistemas legales hacia el acreedor. Véase la sección "Riesgos Macro" de este reporte.

Fuentes de Información

El análisis y las decisiones de calificación de Fitch se basan en la información relevante que está disponible. Las fuentes de esta información son el emisor, el estructurador, los ingenieros o asesores externos y las fuentes públicas. Esto incluye información pública relevante sobre el emisor a través de los estados financieros auditados y no auditados (es decir, internos) y los registros regulatorios, entre otros. El proceso de calificación también puede incorporar información otorgada por terceros.

Los supuestos clave de calificación para la metodología se basan en el análisis de Fitch de los documentos de la transacción y de la información recibida de los emisores, intermediarios, ingenieros externos, consultores y otros terceros; en las discusiones con emisores y en información pública y el juicio analítico de Fitch.

Calidad de la Información

La calidad de la información recibida por Fitch, tanto cuantitativa como cualitativa, puede ser un factor limitante para las calificaciones. La calidad de la información podría limitar la categoría de calificación a algún nivel máximo o, en casos extremos, impedir que se asigne una calificación. La calidad de la información para la calificación inicial y para su seguimiento se considera cuando se asigna una calificación por primera vez. Fitch debe tener seguridad de que siempre dispondrá de información adecuada para vigilar y mantener una calificación una vez que esta sea asignada. La calidad de la información comprende factores como su vigencia y frecuencia, confiabilidad, nivel de detalle y alcance.

Calidad de la Información

Neutral para la Calificación	Datos de la operación real; actualizaciones regulares; validación independiente; proyección respaldada por significancia o rango de error estadístico; no existe historial de errores importantes en los datos; flujos de caja detallados (ingresos y desembolsos); información financiera auditada; cantidad considerable de información pública disponible.
Negativo para la Calificación	Basado en gran parte en supuestos; extrapolado; sujeto a advertencias importantes; datos con frecuencia sujetos a retrasos; historial de modificaciones o errores; alcance limitado.

Nota: Un atributo Débil de la calidad de la información puede conducir a la decisión de no calificar la deuda o el emisor relevante, ya que la disponibilidad de información mínima es crítica para asignar y mantener una calificación. La decisión de calificar la deuda puede resultar en estreses de mayor magnitud (por ejemplo, ingresos y costos).

Fuente: Fitch Ratings.

Uso de Reportes de Expertos

La información que recibe Fitch puede contener informes, proyecciones u opiniones entregados al emisor o sus agentes por parte de varios expertos, los que incluyen asesores legales, ingenieros externos, consultores de tráfico, mercado, energía/recursos o de asuntos ambientales, asesores de seguros y otros. Las metodologías de sector específico describen los reportes, las proyecciones u opiniones más relevantes para el análisis de riesgo en un sector determinado. Fitch cuestionará la fuente y confiabilidad de los hechos presentados en estos informes, así como el razonamiento y los hechos que respaldan las proyecciones u opiniones.

También se considerará el estatus del experto y la materialidad de su proyección u opinión al momento de determinar qué peso se podría dar estas. Normalmente, factores como la experiencia dentro de la jurisdicción, la ubicación, el tipo de terreno y la experiencia con la tecnología o el tipo de transacción, así como una calificación formal o una licencia para realizar el trabajo, son relevantes. Al formular su opinión de calificación, Fitch podría asignar menos peso a los reportes de expertos que carecen de claridad o contienen advertencias extensas, que se llevaron a cabo bajo circunstancias menos relevantes o que no fueron elaborados de acuerdo con estándares profesionales. Dichas características podrían conducir a ajustes en el análisis financiero u operativo de Fitch. De ser posible, estos se comparan con reportes similares para resaltar características inusuales u optimistas.

El nivel en que Fitch usará la información de expertos dependerá parcialmente de los temas ya mencionados, así como de la relevancia que esta información tenga para los riesgos clave identificados. Cuando la información entregada por expertos no aborde un tema importante,

aunque se esperaría que así fuera, Fitch puede solicitar más información o realizar un supuesto apropiado. En los casos en que Fitch determine que los informes no tienen suficientes fundamentos o no son completos o confiables, Fitch podría decidir no asignar una calificación.

Reportes de Expertos	
Atributos Fuertes	Asesor externo importante y especializado; experiencia específica con la tecnología o en el sector, en la jurisdicción y la ubicación; proyecciones y estimaciones basadas en operaciones o precedentes probados; no existen supuestos importantes sin buen fundamento; el informe demuestra rigor analítico.
Atributos Medios	Asesor externo importante con experiencia en tecnología o sectores similares; es posible que el asesor no tenga experiencia en la ubicación; el asesor puede ser un especialista regional familiarizado con la tecnología; estimaciones se basan en una trayectoria de operaciones corta y/o en abundantes datos de la industria; existe un grado de dependencia de supuestos razonables; cuenta con calificaciones formales o licencias según es requerido (por ejemplo, de acuerdo con las leyes locales).
Atributos Débiles	Asesor más pequeño o menos experimentado; tecnología innovadora o sector nuevo; datos de estimaciones provienen del fabricante o dependen demasiado del modelo; dependencia alta de supuestos o estimaciones del patrocinador; el informe contiene análisis incompleto o limitado.

Nota: Los atributos Fuertes resultarán en estreses menos severos, mientras que los atributos Débiles resultarán en estreses de mayor magnitud (ingresos y costos), dependiendo del impacto del atributo en la transacción.

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo de Conclusión

Por favor consulte la "Metodología de Calificación de Riesgo de Conclusión" ("Completion Risk Rating Criteria") para una descripción detallada del riesgo de conclusión. Los emisores que operan activos de infraestructura que involucran grandes proyectos de capital, mientras continúan operaciones dentro del contexto de las instalaciones de infraestructura existentes, serán evaluados bajo Ingresos; Desarrollo de Infraestructura, Renovación/Obsolescencia, Vida Económica y Riesgos Operativos. Las transacciones con flujos de ingresos existentes que no dependan de la conclusión del proyecto para pagar el servicio de deuda, así como los proyectos en una etapa muy avanzada en los que los ingresos por operación son altamente predecibles, no están expuestos sustancialmente al riesgo de conclusión. Específicamente, un proyecto que está a punto de finalizarse, con un avance de más del 90% en la construcción, sin problemas significativos de diseño y atributos predominantemente Fuertes para los puntajes de subevaluación de Complejidad (incluyendo tecnología, riesgo ambiental/geotécnico, equipamiento/activos principales y permisos/aprobaciones por parte de terceros/interfaces externas), no estará sujeto a un análisis detallado del riesgo de conclusión.

Fase de Conclusión mientras Continúan las Operaciones

La administración de riesgos en el contexto de las instalaciones de infraestructura existente se discute en "Desarrollo y Renovación de Infraestructura" o "Riesgo de Operación".

Riesgo de Operación

El riesgo de operación se refiere a que la transacción pueda sufrir una reducción en la disponibilidad, productividad o el resultado o, alternativamente, a que la transacción incurra en costos operativos, de mantenimiento o de remplazo de activos mayores que los previstos. Cualquiera de estos puede resultar en una reducción de los flujos de efectivo proyectados o en un incumplimiento de los estándares contractuales de desempeño, disminuir la flexibilidad financiera de la transacción y, potencialmente, mermar su capacidad para pagar la deuda. Estos riesgos se revisan para evaluar la probabilidad de ocurrencia de dichos eventos, así como las consecuencias que tendrían en caso de presentarse.

El alcance y la naturaleza de los riesgos varían según cada sector, pero el mantenimiento es un factor clave para la producción, disponibilidad y costo. El análisis de riesgo operacional se centra en la capacidad y la salud financiera del operador, la estructura de costos y el riesgo de suministro. Los riesgos contractuales análogos se consideran de nuevo para la fase de operación.

Operador

Los perfiles operativos varían a lo largo del espectro de financiamiento de infraestructura.

Instalaciones Autooperadas

Los grandes proyectos de infraestructura frecuentemente son autooperados y tienen solo algunos pocos contratos con terceros. En esos casos, Fitch evalúa la experiencia del equipo gerencial, su trayectoria de administración de ingresos y gastos, de mantenimiento de las instalaciones y de renovación de activos fijos, así como su eficacia en comparación con sus pares. Similar a una evaluación de la propiedad y patrocinadores, Fitch considera que la calidad del operador es un atributo asimétrico. Un equipo gerencial débil puede hacer que la calificación sea más baja, siendo iguales todas las demás condiciones. La presencia de un equipo gerencial fuerte se considerará al evaluar el impacto de escenarios de estrés en una calificación y la capacidad del emisor para administrar a pesar de esos estreses.

Operación Contratada

El financiamiento de proyectos individuales suele depender fuertemente de las relaciones contractuales para transferir riesgos y operar a una escala menor. La capacidad del operador contractual para operar el proyecto de manera eficiente y efectiva queda evidenciada generalmente mediante experiencias anteriores en el mismo tipo de proyecto y tecnología, idealmente en el mismo país o región, junto con recursos adecuados que incluyen personal relevante calificado. Aunque estos son factores similares a los que enfrentan los contratistas de construcción, los períodos de contratación son generalmente mucho más prolongados, con una gama amplia de niveles de complejidad entre proyectos, que van desde planes de disponibilidad más pequeños y básicos hasta proyectos tecnológicamente avanzados, con exposición al mercado y a gran escala.

Fitch determinará si la compensación del operador refleja los riesgos y estándares de desempeño del contrato, permitiendo un supuesto razonable de absorción de los riesgos y cumplimiento de estándares. Fitch revisará que el informe del asesor técnico (AT) evalúe la razonabilidad de los costos operativos propuestos para una transacción determinada. Los contratos que parecen tener precios más bajos se pueden considerar como un factor crediticio negativo si, por ejemplo, esto puede originar un retraso o un gasto menor en reparaciones o mantenimiento. Los estándares de desempeño alcanzables (ya sea multas o bonos) pueden considerarse como un factor crediticio positivo si proveen un incentivo para alcanzar o superar el desempeño proyectado.

Se evaluará la razonabilidad de las penalizaciones por desempeño deficiente con base en un análisis de si son proporcionales y cubren los ingresos perdidos que resultan de un desempeño insuficiente por parte del operador. Los bonos se consideran como costos incurridos en aquellos escenarios en que es probable en que se incurran. Un contrato de operación y mantenimiento que provee un mecanismo claro para la resolución de disputas, sin que se interrumpa el flujo de caja para el servicio de la deuda calificada, es típico en el financiamiento de proyectos.

Fitch evalúa el riesgo de desempeño basándose en el historial del operador, los informes del ingeniero externo, el análisis de pares, la complejidad operativa y la flexibilidad contractual/estructural. Los períodos de gracia, los calendarios de mantenimiento flexibles y otras características similares pueden actuar como factores mitigantes. Sin embargo, los términos onerosos, tales como los plazos muy desafiantes o la terminación de la concesión en vez de multas financieras, se consideran atributos Débiles y pueden limitar la calificación.

La importancia de la reputación para el operador de una transacción de alto perfil, ya sea por su tecnología, escala o prestigio nacional, puede transformarse en un incentivo, pero es poco probable que beneficie a la calificación por sí misma. Un operador también puede ser un patrocinador o un constructor de una transacción o tener algún otro interés en él. En este caso, se consideran tanto los incentivos como los posibles conflictos. Sin embargo, el punto clave de la calificación es la alineación con los intereses de los tenedores de la deuda calificada.

Operador	
Neutral para la Calificación	Equipo gerencial con una trayectoria sólida de administración exitosa del activo; experiencia amplia en transacciones similares; presencia internacional con experiencia local; múltiples operadores alternativos disponibles; facilidad de reemplazo; la transacción es un hito para el operador.
Negativo para la Calificación	Equipo gerencial con trayectoria deficiente de manejo de ingresos y gastos; la transacción requiere un operador especializado con pocos o ningún operador alternativos disponibles y ninguna mitigación efectiva; experiencia limitada o nula en el sector; provisiones de reemplazo poco claras; contrato no rentable; términos onerosos; sanciones desproporcionadas; reputación débil; recursos propios limitados.

Nota: Las características Débiles darían lugar a estreses de mayor alcance, aplicados a los aspectos relevantes del proyecto/emisor (por ejemplo, ingresos, costos) afectados por la calidad del operador.

Fuente: Fitch Ratings.

La posición financiera del operador se considera en la medida en que pueda limitar su capacidad para operar el proyecto durante la vida de la deuda (riesgo de desempeño). En los casos en que se juzgue que la operación de un operador en específico durante la vida de la transacción es un factor importante, es probable establecer una dependencia de la calificación respecto al operador. La importancia de este riesgo también dependerá de la disponibilidad de un operador de reemplazo u otra parte contratada; factores tales como habilidades especializadas, el tamaño y la ubicación de la transacción, así como la remuneración contractual, pueden determinar esto.

Las transacciones normalmente retienen o requieren a sus operadores durante un período largo, lo cual eleva el riesgo y la importancia de un reemplazo disponible. La sustitución de un contrato de operación y mantenimiento que se subestimó puede resultar en costos adicionales o negociación, particularmente si el operador está afiliado a otras partes de la transacción. Fitch evalúa en qué medida el emisor o los acreedores tienen derecho a reemplazar a un operador y el tiempo relacionado en el que pueden hacer esto. Un operador financieramente fuerte no puede aumentar la calificación a menos que proporcione un desempeño vinculante o garantías financieras (incluyendo garantías para absorber los costos más allá de lo previsto).

Costos Operativos

Fitch revisa el margen de utilidad, la calendarización y la potencial volatilidad de los costos operativos. Estos últimos varían de acuerdo al sector/transacción, pero usualmente incluyen una combinación de lo siguiente: materias primas y servicios, mano de obra, impuestos, seguros, mantenimiento e inversiones de capital o costos de remplazo de activos. A diferencia de la fase de construcción, la fase de operación puede tener un componente alto de costo variable (transferido a ingresos), lo que reduce el endeudamiento operativo, aspecto que se considera positivo. La exposición de la transacción a costos operativos imprevistos se revisa y se refleja en los estreses aplicados durante el análisis del flujo de caja.

La mitigación de costos mediante la transferencia del riesgo a subcontratistas fuertes o contratos de suministro basados en la inflación, contratos de reembolso de costo (*cost-plus*) y similares se considera en la calificación en la medida en que la fortaleza financiera de la contraparte sea proporcional a la calificación de la deuda (ver secciones "Riesgos de las Contrapartes, Resumen Financiero y Caso de Calificación"). En proyectos nuevos, Fitch revisará los informes de ingeniería de terceros, en los que se evalúen los gastos futuros de capital o de remplazo de activos, en cuanto a calendario de ejecución y montos.

En proyectos existentes, Fitch revisará los reportes preparados por un tercero que aborden el desarrollo de los planes de mejoras de capital y gastos de mantenimiento del activo. Cuando las instalaciones de infraestructura sean autooperadas y, por lo tanto, menos dependientes de la mitigación de riesgos contractuales, Fitch revisará los planes operativos y las revisiones de dichos planes llevadas a cabo por terceros, conforme estén disponibles, y considerará el historial operacional, de haberlo, y el perfil de costos operacionales de sus pares relevantes.

La evaluación del riesgo de costo operativo, su estabilidad o volatilidad relativa, y la capacidad de recuperar costos dentro del marco de ingresos se reflejará en el caso de calificación y el

análisis de sensibilidad. La calificación o calidad crediticia del operador también puede determinar la necesidad de estreses de mayor magnitud.

Costos de Operación	
Atributos Fuertes	Factores clave del costo bien identificados; flexibilidad en el calendario para costos mayores (remplazo de activos); provisiones generosas para variaciones de costo; costos bien distribuidos a través del tiempo; perfil de costos altamente predecible/contratado; capacidad fuerte para ajustar los costos a la demanda; no se requieren inversiones significativas; costos de mantenimiento bajos; costos sustancialmente recuperables de acuerdo a la concesión o el contrato marco; reservas cubren los costos contingentes; traspaso total de los costos.
Atributos Medios	Perfil de costos predecible; capacidad para ajustar costos marginales a la demanda; inversiones importantes en activos fijos; los aumentos de costos se reflejan en ajustes periódicos a los ingresos (ajustes de tarifas, ajustes comparativos o pruebas de mercado) con base en una metodología transparente; dinámica de la estructura de costos está bien identificada; traspaso parcial de los costos.
Atributos Débiles	Alta sensibilidad de los flujos de caja de la transacción respecto al calendario de costos; estructura de costos dispareja; perfil de costos volátil (mano de obra/energía/tecnología); historial o riesgo de disputas laborales; altas inversiones de capital requeridas; costos de mantenimiento elevados; no se transfieren costos; reservas débiles o no operativas.

Nota: Los atributos Fuertes resultarán en estreses menos severos, mientras que los atributos Débiles resultarán en estreses de mayor magnitud (ingresos y costos), dependiendo del impacto del atributo en la transacción. También informarán la elección de susceptibilidades y la interpretación de los resultados del punto de equilibrio.

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo de Suministro

Algunas transacciones requieren de la disponibilidad de un recurso o insumo para operar. Este es el caso de transacciones que usan un insumo para producir un producto específico y generar ingresos con base en el volumen de dicha producción, como las plantas de gas licuado, energía térmica y tratamiento de agua. El recurso o insumo necesario puede tomar muchas formas. Fitch evalúa el riesgo de que este recurso o insumo no esté disponible en cantidades suficientes y/o a precios que permitan que la transacción opere como se pronosticó. En transacciones que involucran la extracción de un recurso, la evaluación del riesgo de suministro incluirá la determinación de la suficiencia de reservas y el costo de extracción de dicha materia prima; Fitch revisará estudios realizados por terceros expertos en los que se aborden estos asuntos.

Si un recurso o insumo es suministrado para ejecutar el proyecto o activo, la agencia considera la disponibilidad del mismo. Si existen mercados líquidos para la materia prima requerida, Fitch considera la posibilidad de enfrentar restricciones temporales en la oferta, en lugar de déficits de disponibilidad en el largo plazo. Cuando es relevante, esto incluye un análisis del precio al que se encuentra disponible un recurso o producto sustituto. En transacciones en que el riesgo de suministro es alto y los mercados se caracterizan por la falta de liquidez, es posible que Fitch estrese el costo de un insumo volátil. El riesgo de suministro puede mitigarse con contratos de suministro a largo plazo con proveedores cuya calidad crediticia sea consistente con la calificación de la deuda. Estos contratos pueden fijar el volumen y/o el precio al que se suministra el recurso o insumo. (Véase la sección “Riesgo de Contraparte”).

Riesgo de Suministro	
Atributos Fuertes	Sin limitaciones de suministro de mano de obra ni materiales; excelente infraestructura de transporte/servicios; infraestructura de conectividad habilitada (existen alternativas); suministro clave de tipo materia prima (*commodity*); exposición baja o nula a los costos de insumos; suficientes reservas independientes confirmadas; transferencia de riesgos de suministro mediante contratos de largo plazo
Atributos Medios	Suministro de materiales y mano de obra adecuado con volatilidad limitada (cantidad y plazo); buena infraestructura de transporte/servicios; infraestructura de conectividad habilitada (alternativas limitadas); transferencia de riesgos de suministro.

Atributos Débiles	Probables limitaciones de oferta; oferta monopólica; mala infraestructura de transporte / servicios; débil infraestructura de conectividad; dependencia del desarrollo de reservas.

Nota: Los atributos Fuertes resultarán en estreses menos severos, mientras que los atributos Débiles resultarán en estreses de mayor magnitud (ingresos y costos), dependiendo del impacto del atributo en la transacción. También informarán la elección de susceptibilidades y la interpretación de los resultados del punto de equilibrio.

Fuente: Fitch Ratings.

La importancia de fijar el precio al que se suministra el recurso o insumo depende de la volatilidad del precio y de la manera en que se determina. En los casos en que las alzas del costo de los insumos pueden hacer que el producto final de la transacción no resulte rentable, la fijación de costos de suministro, mediante un contrato con un proveedor que tenga una calidad crediticia consistente con la de la deuda, puede ser un mitigante eficaz. Sin embargo, si el costo del recurso o insumo es transferido al momento de determinar los ingresos de la transacción, entonces la fijación del precio de los insumos no es tan importante, excepto en los casos en que pueda resultar en una baja del volumen de ventas.

Fitch examina cómo el recurso o insumo es suministrado a la transacción, especialmente en términos de conectividad o disponibilidad de rutas de suministro alternativas y confiables. Se evalúa la calidad crediticia de todas las partes involucradas en el suministro de un recurso o insumo. Si la calidad crediticia no es consistente con la calificación de la deuda y la volatilidad de los precios es baja, la disponibilidad de proveedores alternativos puede ser un factor mitigante efectivo. Esta es una cuestión analítica que se evalúa mediante estreses que consideran la volatilidad de los precios así como los análisis de punto de equilibrio que prueban la resistencia del proyecto respecto a niveles de precios históricamente altos (véase "Resumen Financiero y Caso de Calificación").

Riesgo Técnico

El riesgo técnico durante la fase operacional se centra en el mantenimiento y el desempeño dentro del costo proyectado. Este riesgo varía significativamente según el tipo de transacción. Cuando el proceso técnico es convencional y ha sido probado, el riesgo no es tan grande o es más fácil de cuantificar con base en la experiencia pasada. Incluso las tecnologías probadas dependen de que se cumplan los estándares de mantenimiento. Se evalúa la evidencia de que se tienen personal capacitado, presupuestos adecuados, disponibilidad de partes y consumibles y, en algunos casos, el apoyo del fabricante disponible. La disponibilidad de fuentes alternativas de bienes y servicios se considera positiva para mitigar costos y retrasos.

Riesgo Técnico durante la Operación	
Neutral para la Calificación	Muchos años de historial operativo exitoso y rendimiento demostrado; bajo componente de mantenimiento técnico; piezas/mano de obra ampliamente disponibles; riesgo de tecnología diversificado; tecnología de apoyo externo mínima; garantía o contratos de servicios; redundancia adecuada incorporada.
Negativo para la Calificación	Tecnología privada o innovadora; no probada a largo plazo; ingresos que dependen de alto rendimiento o disponibilidad; activos operativos no diversificados; dependencia relevante de la tecnología de apoyo externo; normas de seguridad o ambientales no finalizadas.

Nota: Características Débiles resultarán en estreses de mayor magnitud aplicados a los aspectos relevantes del proyecto/emisor (por ejemplo, ingresos, costos) afectados por el riesgo técnico.

Fuente: Fitch Ratings.

La flexibilidad para ejecutar el mantenimiento, un operador experimentado y un riesgo técnico que esté repartido en varias unidades pueden proveer una mitigación de riesgos considerable. El riesgo técnico aumenta de manera significativa con el uso de tecnología nueva que no haya sido probada. Fitch espera que el estudio del ingeniero externo aborde temas como: capacidad, disponibilidad, paros o interrupciones esperadas, niveles de reparación y mantenimiento, futuras inversiones de capital requeridas, repuestos requeridos, niveles de eficiencia esperados y temas ambientales (véase la sección "Reportes de Expertos"). Los mismos temas aplican a la tecnología de conexión (véase la sección "Desarrollo, Renovación, Obsolescencia y Vida Económica de Infraestructura").

Riesgos de Desmantelamiento, Devolución y Renovación de Licencia

Hay riesgos financieros significativos y únicos que pueden ocurrir en los últimos años de una transacción, cuando llega al final de su vida (como reducción de la productividad o desmantelamiento), las obligaciones contractuales (como la devolución al otorgante), o la renovación de licencias, arrendamientos o concesiones. Ingresos reducidos o gastos de capital mayores pueden producirse e incrementar el riesgo de incumplimiento.

Fitch evaluará el impacto que estos costos tardíos en el perfil de servicio de deuda. Las características estructurales, tales como períodos de gracia, reservas (cuentas de reserva de mantenimiento prospectivas) y pruebas de barrido de caja prospectivas se incluyen con frecuencia en la estructura en dichos casos. El análisis financiero incluirá estreses en los ingresos y costos afectados. La existencia de costos no cuantificables asociados con el desmantelamiento de un proyecto limitaría la capacidad de Fitch para calificar una transacción, si es que estos costos pueden incurrirse mientras la deuda calificada está vigente o, si se anticipa un refinanciamiento de la deuda, durante el plazo de dicho refinanciamiento.

Riesgo de Ingreso

Generalmente, el ingreso bruto de una transacción es determinado por una combinación de disponibilidad, precio y volumen. El riesgo emerge si el producto o servicio no puede ser entregado de manera adecuada o si la demanda por el producto o servicio no existe a un precio que le permita a la transacción cubrir sus gastos operativos y el servicio de la deuda. Las fuentes de ingreso son típicamente uno o pocos compradores, tales como el otorgante de la concesión o un comprador de energía obligado contractualmente, uno o más compradores importantes, tales como las compañías de servicios públicos, aerolíneas o transportistas, o un número significativo usuarios como automóviles y camiones en las autopistas de cuota. Fitch evaluará la estabilidad y previsibilidad relativa de los flujos de caja de la transacción al evaluar su capacidad para servir su deuda y, específicamente, el marco de ingresos, los requerimientos de desempeño y la exposición a la demanda de sus servicios, lo cual forma en conjunto el perfil general de los ingresos del proyecto.

Marco de Ingresos

La exposición al riesgo de demanda varía ampliamente entre las distintas transacciones. Algunas transacciones tienen ingresos completamente contratados, lo que genera flujo de caja siempre que la transacción esté disponible. Debido a que los proyectos con ingresos totalmente contratados, como las concesiones basadas en disponibilidad y las plantas de energía con contratos a tarifa determinada, se encuentran menos expuestos al riesgo de demanda, el análisis se enfoca en otros riesgos relevantes. Estos incluyen riesgos relacionados con el desempeño de acuerdo a los términos del contrato (disponibilidad, volumen de producción y eficiencia), riesgo de costo y riesgos de contraparte asociados con el comprador o el otorgante de la concesión. Sin embargo, algunas transacciones específicas tienen una mezcla de diferentes riesgos de ingresos que requieren un mayor análisis del riesgo de volumen o de precio, tales como plantas de energía con ingresos parcialmente contratados y con riesgo mercantil parcial o los contratos que incorporan una cuota sombra. Estos combinan riesgo de volumen con un solo pagador de la concesión. Cuando los mecanismos que determinan los ingresos no son claros y objetivos y, por lo tanto, incrementan el potencial de disputas, Fitch puede descontar esos ingresos para reflejar un nivel predecible.

Requerimientos de Desempeño

Los ingresos contratados pueden variar dependiendo de la calidad del producto de las transacciones, la disponibilidad de las instalaciones, la oportunidad o la cantidad/eficiencia del producto final. Si el operador no alcanza los estándares requeridos, por lo general, el precio se reduce o se aplican deducciones al pago fijo de la concesión (ver la sección “Riesgo de Operación”). En caso de que la transacción incurra en deducciones debido a los subcontratistas, la infraestructura de conexión o los proveedores, Fitch evaluará la capacidad de los acreedores para transferir dichas multas de acuerdo al subcontrato y ajustará los ingresos para reflejar cualquier riesgo no mitigado. Al igual que con otras compensaciones, incluyendo cualquiera que provenga de un comprador, el riesgo de contraparte puede ser relevante.

Riesgo Mayor de Demanda

Algunas transacciones están más expuestas al riesgo de demanda, como las autopistas de cuota o las plantas que producen energía sin el apoyo de un contrato, o con un contrato que vence antes que la deuda. En muchas transacciones de infraestructura, el marco contractual o regulatorio establece la base para la generación de ingresos, pero lo expone a un cierto grado de riesgo de demanda. Fitch evaluará los mitigantes del riesgo de precio y volumen presente en dichos marcos contractuales o regulatorios, considerando la posición competitiva del proyecto. Esta evaluación puede resultar en estreses de mayor o menos magnitud. Algunos proyectos tienen un monopolio en la proveeduría de servicios públicos esenciales y enfrentan competencia limitada. Otros pueden afrontar competencia de instalaciones cercanas, aunque se haya otorgado un monopolio local.

Al evaluar la deuda de las transacciones total o parcialmente expuestos al riesgo de precio y/o volumen, se revisan las proyecciones de volumen y precio de los patrocinadores que sustentan económicamente las transacciones. Como parte de este análisis, Fitch pedirá y revisará todos los reportes o estudios realizados por expertos externos por encargo del emisor. Dichos estudios, junto con las tendencias históricas de precio y volumen, proyecciones de mercado y macroeconómicas y el análisis de pares, cuando estén disponibles y sea apropiado, se usarán para evaluar la probabilidad de que el precio y el volumen se combinen para alcanzar los ingresos esperados.

Es posible que Fitch también use sus propias proyecciones y supuestos (por ejemplo, pronósticos de precios de petróleo y gas). El uso de la información histórica dependerá de su calidad y de si ha evidenciado su valor predictivo. La información histórica probablemente es más relevante en las transacciones y mercados establecidos para los cuales se disponga de datos específicos de desempeño. Fitch considera más confiables los supuestos y las estimaciones basadas en dicha información. Los factores de riesgo de volumen y precio identificados como los determinantes de los ingresos brutos se someten a estrés como parte del análisis financiero (ver la sección "Resumen Financiero y Caso de Calificación"). Del mismo modo, Fitch esperaría que las transacciones expuestas a riesgo de precio o volumen tuvieran la capacidad de sobrevivir a sensibilidades más altas que aquellos que estén protegidos contractualmente contra estos riesgos.

Otras Consideraciones

Cuando el ingreso bruto sea determinado bajo un marco contractual o regulatorio, Fitch considerará la confiabilidad relativa de los incentivos legales o regulatorios necesarios para sustentar a los ingresos (véase la sección "Techo País y Confiabilidad del Régimen Legal").

Riesgo de Ingresos	
Atributos Fuertes	Ingreso basado en disponibilidad; riesgo limitado de deducción; riesgo limitado de entrega; contratos de arancel fijo *take-or-pay* con contrapartes financieras fuertes que exceden la vida de la deuda calificada; sin discrepancia de divisas entre ingresos y costos; dependencia mínima de proyecciones de demanda o recursos; productor de bajo costo; demanda a precios de mercado; fuerte evidencia histórica de patrones de ingresos; menores ingresos con volatilidad basada en los usuarios; base amplia de clientes; capacidad probada para transferir incrementos de precios por encima de la inflación.
Atributos Medios	Contratos de compra (con riesgo de precio) con contrapartes financieras de nivel Medio; riesgo moderado de deducciones; riesgo de entrega según las convenciones del mercado; cobertura parcial de divisas; se basa en volatilidad baja o proyecciones probadas de recursos; régimen de subsidio establecido a largo plazo; posición competitiva en el mercado; capacidad probada para transferir incrementos de precios inflacionarios.
Atributos Débiles	Exposición completa a riesgo de mercado (precio y volumen); instalaciones existentes o esperadas en competencia; riesgo de deducción significativo; riesgos de entrega especiales; exposición de divisas; potencial para regalías incrementadas, impuestos o límites de producción no previstos; se basa en proyecciones de demanda o de recursos de mayor variabilidad; régimen de subsidios políticamente

	sensible; definición compleja de salida; capacidad limitada para transferir incrementos de precios inflacionarios.

Nota: Los atributos Fuertes resultarán en estreses menos severos, mientras que los atributos Débiles resultarán en estreses de mayor magnitud (ingresos y costos), dependiendo del impacto del atributo en la transacción.

Fuente: Fitch Ratings.

Desarrollo, Renovación, Obsolescencia y Vida Económica de Infraestructura

Para que la deuda sea calificable, su vencimiento debe estar dentro de la vida económica esperada del activo o del contrato de concesión. En la medida en que la vida económica esperada de un proyecto sea alcanzable solo mediante inversiones de capital considerables, el marco regulatorio o contractual generalmente requerirá que se realicen los trabajos necesarios. En algunos casos, esto podría lograrse indirectamente mediante el requerimiento de que la disponibilidad y la producción de una instalación se mantengan en un nivel que sea asequible únicamente mediante la inversión periódica en activos fijos. Fitch buscará entender el enfoque de la administración/del patrocinador respecto al programa de capital, incluyendo planeación, financiamiento, administración y el proceso para desarrollar cualquier consenso relevante entre los accionistas, para evaluar la viabilidad financiera u operativa, que a su vez determinaría después el nivel de estreses, tales como demoras o costos más altos (consultar Apéndice A para Evaluaciones de los Factores de Riesgo Clave, el cual sustituye secciones similares en informes de sectores específicos).

Fitch evaluará en qué medida los costos de renovación de la infraestructura pueden recuperarse de los ingresos según se van pagando o con ajustes periódicos automáticos de ingresos, como es el caso en ciertos marcos regulatorios. Ambos casos serían positivos para el crédito. En muchos casos, la renovación de infraestructura se financiará inicialmente a través de préstamos. El impacto de deuda adicional esperada para financiar renovaciones de infraestructura se puede capturar en la calificación a través de las transacciones en el perfil financiero, incluyendo la incertidumbre respecto a los términos de la deuda futura para financiar la inversión.

Fitch considera los siguientes cinco subfactores para evaluar el riesgo de infraestructura, renovación y obsolescencia: condición y obsolescencia de los activos, capacidad de los activos, mantenimiento y planeación del gasto de capital, obligaciones contractuales, y acceso a financiamiento de para gasto de capital.

Condiciones de los Activos y Obsolescencia

Las condiciones de los activos pueden tener consecuencias inevitables de manera indirecta para el gasto de capital, las necesidades de deuda, los costos de operación y mantenimiento y otras consideraciones. Las instalaciones Fuertes son modernas y están muy bien mantenidas. Estas pueden ser de construcción reciente o algo antiguas pero con mantenimiento regular y con altos estándares, sin ningún mantenimiento diferido o con un mínimo de mantenimiento diferido.

En comparación, los activos de nivel Medio están bien mantenidos, pero pueden ser más antiguos y ya no ser ideales para su propósito. Están fundamentalmente en condiciones adecuadas a buenas, con un grado manejable de mantenimiento diferido, si es que corresponde. Por último, los activos Débiles carecen de un mantenimiento suficiente y es probable que enfrenten retrasos muy grandes y crecientes de mantenimiento diferido.

El riesgo de obsolescencia debido a variantes más eficientes, innovación de la competencia o un cambio en la demanda se considera contra los mitigantes con que dispone el emisor. Fitch evaluará en los casos base y de estrés la capacidad del proyecto/emisor para invertir en actualizaciones dirigidas a mantener la competitividad y generar ingresos. Los esquemas completamente contratados (por ejemplo, acuerdos de compra de energía) y los activos públicos de infraestructura de gran envergadura están menos expuestos al riesgo de obsolescencia, debido a que pueden existir mitigantes contractuales a través del otorgante de la concesión, los compradores o los proveedores. El riesgo de obsolescencia sin mitigantes puede resultar en que, en su análisis financiero, Fitch asuma una vida económica más corta del proyecto e ingresos más bajos (ver la sección “Resumen Financiero y Caso de Calificación”).

Capacidad de los Activos

Fitch considera la capacidad de una instalación en relación con su capacidad para manejar adecuadamente su demanda prevista a mediano plazo. Las instalaciones Fuertes están posicionadas para tener más capacidad de la requerida a mediano plazo. En comparación, las instalaciones de nivel Medio pueden requerir cierto grado de expansión o renovación para satisfacer su demanda prevista, mientras que las instalaciones Débiles requerirían una gran expansión o una renovación mayor para satisfacer su demanda prevista. Tal compromiso para una instalación Débil puede quedar fuera de la experiencia del operador en el cumplimiento de transacciones de tal tamaño y alcance.

Mantenimiento y Planeación de Gasto de Capital

Consideramos los planes de mejora de capital (PMC) en el contexto de la vida económica de la carretera de peaje y el margen de capacidad de tráfico con base en niveles de tráfico actuales y tomamos en consideración la necesidad futura de apalancamiento para preservar o, cuando sea necesario, expandir el activo. Las instalaciones Fuertes tienen PMC detallados que articulan claramente sus necesidades de mantenimiento a corto y largo plazo, expectativas de tiempo y planeación del capital. También evaluamos PMC que incluyan contrapartes experimentadas y un proceso de planeación bien comunicado que incluya numerosos grupos de interés al inicio del proceso, incluidos usuarios y autoridades.

En comparación, un activo de nivel Medio puede tener un PMC que está solo moderadamente bien definido, con contrapartes algo experimentadas y un diálogo más limitado con sus diversos grupos de interés. Por último, las instalaciones Débiles tienen PMC indefinidos o poco claros, con contrapartes sin experiencia y sin diálogo con otras partes interesadas.

Obligaciones Contractuales

Fitch considera las obligaciones contractuales de una transacción desde la perspectiva de tamaño, alcance, complejidad y flexibilidad. Las transacciones Fuertes no tienen obligaciones de desarrollo contractuales o el PMC incluye una flexibilidad significativa en su plan de implementación, como los proyectos por etapas que dependen de varios puntos de arranque de desarrollo. Aunque los activos de nivel Medio tienen obligaciones de desarrollo contractuales, están limitados en alcance y/o complejidad, o el PMC tiene un grado moderado de flexibilidad. Los activos Débiles tienen obligaciones de desarrollo contractuales que son de gran alcance, complejidad o un PMC sin flexibilidad en su ejecución.

Acceso a Financiamiento para Gasto de Capital

El financiamiento del PMC es otro elemento clave a tener en cuenta al evaluar el riesgo de una transacción. Un plan de capital predominantemente financiado con recursos internos con un fondo de reserva de mantenimiento mayor (FRMM) prefinanciado o con acceso a financiamiento externo legalmente comprometido generalmente resulta en una evaluación más sólida. Cierta dependencia respecto a financiamiento externo para cubrir las necesidades de gasto de capital puede asegurar una evaluación de nivel Medio. Por el contrario, un PMC financiado predominantemente con deuda externa a ser obtenida deriva normalmente en una evaluación Débil.

Riesgo de Compensación de la Terminación

Incumplimiento de la Compañía del Proyecto

Los contratos de concesión tienen varias provisiones respecto a la compensación por terminación que se hace tras un incumplimiento del concesionario al operar un proyecto. De forma similar, los contratos de compraventa que sustentan una transacción de energía pueden derivar en una terminación si los niveles de producción o disponibilidad quedan por debajo de algunos umbrales críticos.

Terminación a Opción del Otorgante

El otorgante de una concesión o un comprador pueden tener la opción para dar por terminado el contrato de concesión o de compra, entre otras razones, por su propia conveniencia, propósitos regulatorios o necesidad pública. La probabilidad de ejercer dicha opción no puede ser propiamente incorporada en una calificación. Si el riesgo de terminación anticipada en casos

distintos a un incumplimiento no es cubierto mediante un pago de terminación adecuado y puntual (es decir, suficiente para cubrir el pago completo y a tiempo de la deuda calificada para evitar un incumplimiento), la transacción podría no ser calificable.

Riesgo de Compensación por Terminación	
Neutral para la Calificación	Eventos de terminación sin incumplimiento del emisor (por fuerza mayor o elección del otorgante) compensados para repagar la deuda calificada de forma oportuna; períodos de gracia adecuados; derechos de intervención de los acreedores.
Negativo para la Calificación[a]	Eventos de terminación previsibles; la compensación después de la terminación distinta al incumplimiento del deudor (por fuerza mayor o elección del otorgante) puede ser menor que la deuda o no estar clara; riesgos de renovación.

[a] Nota: Puede ser un obstáculo para la asignación de una calificación.

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgos Macro

Techo País y Confiabilidad del Régimen Legal

El análisis de riesgo país para una transacción de infraestructura comienza con la calificación soberana y el techo país que Fitch asigna al país anfitrión de la transacción, los cuales reflejan el riesgo de incumplimiento sobre las obligaciones soberanas y el riesgo de transferencia y convertibilidad, respectivamente. Si Fitch no califica al país, realizará una evaluación de la calidad crediticia del soberano. En la ausencia de características específicas de la transacción que mitiguen el riesgo país, el techo país impone un límite máximo a la calificación de la deuda de la transacción, pero no captura todo el riesgo país de la transacción. Es posible que el apoyo externo o la estructuración financiera puedan mitigar el riesgo de transferencia y convertibilidad en los instrumentos individuales de deuda (ver la sección "Estructura de la Deuda"). Fitch no califica en relación con cambios en la legislación, regulación o tributación. No obstante, el análisis de la calificación considerará algunos de los factores cualitativos e información histórica para determinar qué tan relevantes pueden ser estos riesgos.

Además de la calificación soberana y del techo país, Fitch revisa el ambiente político y regulatorio del país donde se construye y opera el proyecto o el activo. Un ambiente estable y previsible para la transacción queda evidenciado por el compromiso del gobierno, el apoyo público y una aplicación consistente de la ley y la regulación.

El riesgo político es el riesgo de cambios en leyes, reglamentos o contratos de concesión que rigen la operación de compañías de infraestructura durante la vida del activo. Puede tomar la forma de variación unilateral de contrato, acciones regulatorias específicas, impuestos o regalías excepcionales, cambios forzados en propiedad o control, o expropiación. Dichas interferencias políticas se consideran como 'Riesgo de Evento' o 'Escenario Extremo' y, debido a que no se pueden predecir ni cuantificar, no pueden incluirse en los casos de calificación. Por lo tanto, este riesgo no se refleja en la calificación.

Sin embargo, el riesgo de que un regulador modifique algunos términos de la ecuación económica de una transacción, dentro de sus poderes y deberes normales para determinar dichos parámetros (es decir, aranceles de energía, cuotas o cargos), se revisa y se captura en el análisis a través de otros Factores Clave de Calificación, principalmente el Riesgo de Ingreso (en particular, a través de su elemento de precio).

Es posible que la condición económica general de un país no se vea reflejada directamente en su calificación soberana o en sus calificaciones estatales/municipales, en particular en los casos en que existe una deuda baja y flujos de caja fuertes relacionados con la explotación de los recursos naturales, aunque generalmente existe una tendencia similar. Es posible que la infraestructura sea débil, que haya escasez de mano de obra calificada, que los servicios básicos no sean confiables, etcétera, todos factores que pueden impactar la transacción y, por ende, las calificaciones de deuda.

Techo País y Régimen Legal	
Neutral para la calificación	Techo país sobre la calificación intrínseca del emisor; sistema legal amigable con acreedores y confiable; historial de imparcialidad y respeto a los contratos; economía estable en el largo plazo; régimen regulatorio de apoyo; transacción de importancia nacional o esencial para bienes o servicios públicos.
Negativo para la calificación	Grado especulativo; jurisdicción potencialmente no confiable o sin apoyo de derechos de acreedores; tendencias intervencionistas; inestabilidad política o económica; retrasos endémicos para permisos; oposición pública; historial de multas o controversias.

Fuente: Fitch Ratings.

Calificación por encima de la del Soberano

La gran mayoría de los activos de infraestructura, independientemente del sector (transporte, infraestructura social, generación y distribución de energía), opera a nivel local, a menudo en el contexto de la política pública nacional y, por lo tanto, se correlaciona con la economía local. Las razones para el vínculo son diversas:

- existencia de riesgo de contraparte directo o indirecto sobre el soberano (como sería el caso en transacciones de infraestructura social, lo que resulta con toda probabilidad en un techo de la calificación a nivel del soberano);
- dependencia de bancos nacionales para el financiamiento;
- factores económicos que impulsan el desempeño de los activos de infraestructura y correlación con la situación económica del país (puertos marítimos activos en la importación/exportación de bienes y productos básicos que pueden disminuir en un entorno de recesión);
- propensión de que los gobiernos aumenten los impuestos o el control de precios de los activos regulados.

Por otro lado, los activos que satisfacen necesidades críticas pueden presentar demanda incluso durante recesiones económicas, independientemente de la situación financiera del soberano. El tráfico diario en las redes de tránsito urbano puede ser afectado por el desempleo, pero mientras los ciudadanos estén trabajando, tienen pocas alternativas (y más económicas) para llegar a su lugar de trabajo.

Las calificaciones estarán limitadas por el techo país en ausencia de características específicas que limiten o eliminen el riesgo relacionado con la implementación de controles de capital. En general, es poco probable que una calificación de infraestructura o transacción supere la calificación soberana en más de tres niveles. Solo en circunstancias excepcionales, en que la exposición a las condiciones locales se compense de manera efectiva, se podría lograr una diferenciación mayor.

Riesgos de la Industria

La agencia considera transacción en su sector industrial inmediato en términos de su posición competitiva relativa, suministro general y demanda, y la visión general. Esto incluye no solo transacciones similares, sino otros participantes de la industria tales como corporaciones, empresas estatales y organizaciones sin fines de lucro. Para esto y visiones generales de la industria, Fitch dependerá de sus analistas de finanzas corporativas o finanzas públicas. Las barreras de entrada o la naturaleza esencial del sector se consideran a nivel global y local, incluyendo regímenes regulatorios específicos de la industria o reglas. Se examinan las industrias cercanas relacionadas que incluyen a proveedores, usuarios o competidores potenciales. La naturaleza de la demanda (esencial contra discrecional) también se analiza y se refleja en el análisis de generación de ingresos. El análisis de Fitch reflejará este riesgo mediante el uso de mayores estreses y restricciones de calificación, cuando así corresponda.

Riesgos de Evento

Al evaluar transacciones de infraestructura, Fitch considera de forma explícita los potenciales riesgos de evento que podrían afectar negativamente la capacidad del emisor para pagar su

deuda. Se identifican los riesgos de evento que surgen de catástrofes naturales –inundaciones, terremotos, huracanes, tornados–, así como los riesgos causados por error humano o fallas mecánicas –accidentes industriales, explosiones, cortes forzados de energía–, y la presencia de mitigación adecuada, como reservas y cobertura de seguro.

Un seguro de cobertura amplia, que cubra riesgos por interrupción del negocio, es una herramienta típica usada por los emisores del sector privado, cuando está disponible comúnmente. Fitch considera positivamente la inclusión en la transacción de obligaciones de hacer para mantener una cobertura de seguro consistente en los niveles que los expertos calificados consideren apropiados para cubrir posibles exposiciones.

Algunos eventos se consideran como "no asegurables", lo que significa que, para dicho riesgo, puede que no exista un seguro, no esté disponible en el monto que se consideraría adecuado o resulte no ser económicamente viable. En la mayoría de las jurisdicciones, uno de estos riesgos es el terrorismo. En algunas jurisdicciones, el riesgo de terremotos sería otro ejemplo.

Cuando un activo de infraestructura esté expuesto a riesgos no asegurables, se requerirá una segunda ronda de análisis para determinar si se requieren mitigantes para la calificación y, de ser así, si hay alguna alternativa a un seguro para mitigar el riesgo de incumplimiento hasta un nivel que sea consistente con la calificación de la deuda.

Si se requiere o no de un mitigante dependerá de una evaluación cualitativa de la vulnerabilidad de la transacción al riesgo identificado. Por ejemplo, no se requiere seguro contra inundaciones para un activo que está ubicado en lo alto de un monte y la ausencia de tal seguro en este caso no representa una restricción para la calificación. Como regla general, Fitch considera actos de terrorismo fuera del alcance de las calificaciones de infraestructura. De manera similar, la aplicación de tecnología revolucionaria o los efectos a largo plazo del calentamiento global no son predecibles y no serán capturados por las calificaciones hasta que se vuelvan predecibles o se materialicen.

Cuando se haya determinado que la transacción es vulnerable a un cierto riesgo, se evaluarán los mitigantes que no sean pólizas de seguros. Algunas emisiones tienen activos múltiples y el análisis podría concluir que sería poco probable que un solo evento afectara a todos los activos de tal manera que impactara el pago oportuno de la deuda.

En algunos casos, la mitigación de un riesgo podría lograrse a través de la transferencia de este riesgo a un tercero. Por ejemplo, una autoridad pública podría otorgar una concesión bajo una asociación público-privada pero retener los riesgos de fuerza mayor no asegurables, incluyendo una capacidad limitada para asegurar el riesgo debido a su precio poco económico.

En otros casos, la naturaleza del activo de infraestructura es tal que el activo podría verse perjudicado en su función, pero podría seguir operando a un nivel sustancial y recuperar los costos de reconstrucción mediante los mecanismos de tarificación aplicables. La deuda no se vería afectada siempre y cuando tenga suficiente liquidez para sobrevivir al impacto inmediato del evento. En algunos casos, la mitigación del riesgo no será suficiente y la calificación podría limitarse a un nivel por debajo del grado de inversión, dependiendo de qué tan vulnerable sea el activo al riesgo no asegurable.

Estructura de la Deuda

A diferencia del análisis de una transacción, que considera la capacidad de esta para generar flujos de caja y la estabilidad de dichos flujos, el siguiente análisis de la estructura de la deuda considera cada instrumento de deuda calificado por separado, teniendo en consideración la prioridad de la cascada de pagos, el riesgo de refinanciamiento, el perfil financiero, el paquete de obligaciones de hacer y no hacer, las características estructurales, el riesgo financiero de cobertura, la liquidez y las reservas, y la seguridad.

Fitch califica la infraestructura y los instrumentos de deuda de acuerdo a sus términos y condiciones. En particular, se otorga crédito a los elementos estructurales que dan flexibilidad financiera. Por ejemplo, el servicio de deuda diferible de un tramo subordinado será favorable para el tramo preferente. Una evaluación de los atributos de nivel Medio de la estructura de la deuda podría tener un impacto negativo de hasta un *notch* en la calificación y una evaluación Débil podría tener dos o más *notches* de impacto negativo en la calificación (consulte el Apéndice

A para evaluaciones de factores de riesgo clave, que reemplaza secciones similares en informes de sectores específicos).

Prioridad de la Cascada de Pagos

Las calificaciones de los diversos tramos de deuda pueden diferenciarse solamente cuando el incumplimiento de un tramo no resultará en el incumplimiento de pago de otros tramos preferentes. Fitch evaluaría como Fuerte con base en los documentos de la transacción que describen características estructurales, si el instrumento de deuda calificado es preferente, ya que su pago tiene preferencia en los flujos de efectivo de una transacción. La deuda calificada que está en el segundo lugar con una subordinación limitada se evaluaría como de nivel Medio. Fitch evaluaría como Débil a un instrumento de deuda que esté profundamente subordinado.

Al evaluar las estructuras corporativas, el grado de subordinación, ya sea debido a la ubicación de la deuda en la estructura del grupo o la capacidad de acceder a los flujos de efectivo dentro de la estructura del grupo de una entidad emisora, se evalúa dentro de la sección "Estructuras del Emisor".

Riesgo de Refinanciamiento

Fitch considera que los emisores expuestos a riesgo de refinanciamiento, cuando la deuda no está totalmente amortizada al vencimiento, son estructuralmente más débiles, ya que el acceso al mercado y el costo futuro de la deuda son inciertos. Como resultado, Fitch consideraría un instrumento de deuda totalmente amortizado como Fuerte. Se evaluaría como de nivel Medio a una transacción que tiene un riesgo de refinanciamiento limitado con vencimientos bien distribuidos (no más de 30% cada año) y/o acceso comprobado y regular al mercado financiero. Los vencimientos significativos y concentrados y/o la amortización de la deuda más allá de la vida útil de los activos/concesiones o la falta de un historial de acceso al mercado resultarían en una evaluación Débil, lo que también podría generar estreses más amplios o restricciones de calificación.

Los emisores están expuestos al riesgo de refinanciamiento cuando la deuda no está totalmente amortizada al vencimiento y el riesgo de refinanciamiento puede influir o incluso restringir la calidad crediticia de un instrumento de deuda. Para el propósito de evaluar el riesgo de refinanciamiento, Fitch ubica a los emisores en dos categorías generales: 1) emisores con un historial limitado de acceso a los mercados de deuda, 2) emisores que son grandes empresas o del sector público (incluidos bonos de rentas) con un historial demostrado de financiamiento recurrente de deuda. El enfoque de Fitch para evaluar el riesgo de refinanciamiento depende la categoría a la que pertenece un emisor.

Para los emisores que carecen de un historial probado de acceso al mercado, el análisis del riesgo de refinanciamiento de Fitch compara el monto de la deuda pendiente en el punto de refinanciamiento contra el valor de los flujos de efectivo proyectados, que se basan en el análisis financiero del caso de calificación de Fitch. El monto de la deuda vigente refleja el impacto acumulativo de las características estructurales, como barridos de caja o fondos de amortización, si corresponde. El análisis de los flujos de efectivo de Fitch incorpora información del mercado local que incluye tasas base reales históricas, inflación, sobretasas de crédito relevantes, la curva de futuros (cuando esté disponible) y/o evidencia anecdótica de tasas a través de ciclos económicos.

En general, los emisores que son grandes empresas o del sector público gestionan activamente el riesgo de refinanciamiento. Fitch evalúa la estrategia y el historial de un emisor para mitigar el riesgo de refinanciamiento, como el efectivo dedicado acumulado o la acumulación de efectivo genérico, las líneas bancarias comprometidas no dispuestas, el refinanciamiento proactivo, si es un emisor de deuda recurrente, etc. Fitch evalúa la estrategia del emisor y el apalancamiento esperado para formar una opinión con respecto a la capacidad del mismo para reemplazar una obligación de deuda con nueva deuda en un momento crítico. Fitch aplicará estreses de tasa de interés nominal a estos emisores probados en su análisis financiero (consulte la sección “Estrés de Riesgo Financiero”).

Para las dos categorías de emisor mencionadas anteriormente, Fitch reconoce que el perfil de flujo de efectivo del emisor, posterior al vencimiento, puede diferir del perfil de flujo de efectivo anterior al vencimiento. Los riesgos operativos y financieros pueden cambiar debido al vencimiento de contratos clave, obsolescencia técnica, condición de los activos, factores

macroeconómicos, incertidumbre en el entorno político/de mercado relevante, etc. Fitch también considera si el perfil de riesgo posterior al vencimiento podría ser moderado por una posición competitiva sostenible y/o una vida útil económica excepcionalmente larga para el activo.

Riesgo de Refinanciamiento

Atributos Fuertes	Deuda amortizada en su totalidad
Atributos Medios	Riesgo limitado de refinanciamiento: vencimientos bien distribuidos por no más de 30% de la deuda total, cada uno, y/o acceso al mercado comprobado y regular para vencimientos extendidos de refinanciamiento.
Atributos Débiles	Vencimientos significativos y concentrados y/o amortización de la deuda por un plazo mayor a la vida útil de los activos/concesión, sin antecedentes de acceso al mercado.

Nota: Los atributos Fuertes resultarán en estreses menos severos, mientras que los atributos Débiles resultarán en estreses de mayor alcance (ingresos y costos), dependiendo del impacto del atributo en la transacción. También informarán la elección de susceptibilidades y la interpretación de los resultados del punto de equilibrio.
Fuente: Fitch Ratings.

Paquete de Obligaciones de Hacer y No Hacer

Los acreedores pueden beneficiarse de otras obligaciones que no sean las que restringen los pagos a patrocinadores o tenedores de acciones, tales como informes financieros regulares, fijación de tasas, limitaciones de deuda adicional y de actividades de fusiones y adquisiciones, mantenimiento de la separación, y revisiones periódicas de asesores técnicos independientes. Fitch evalúa como Fuerte la provisión de un paquete de obligaciones "exhaustivo y robusto", que es una lista completa e integral de obligaciones de hacer y no hacer establecidas en niveles saludables. Un paquete de obligaciones adecuado, que proporcionaría menos información o control de los tenedores de bonos, resultaría en una evaluación de nivel Medio y un paquete de obligaciones limitado o nulo resultaría en una evaluación Débil.

Los niveles de obligaciones varían de acuerdo con el perfil de riesgo de ingresos de la transacción. Las transacciones con perfiles Fuertes, como las grandes empresas, y obligaciones más débiles o limitadas son vistas menos negativamente. Aquellas con perfiles de riesgo de ingresos de nivel Medio o Débiles que no tienen paquetes de obligaciones de nivel Medio a Fuertes, como limitaciones en las distribuciones de flujo de efectivo y deuda adicional, se ven de manera más negativa.

Características Estructurales

Un instrumento de deuda se puede beneficiar de condiciones para distribución de dividendos que atrapan o redireccionan efectivo con base en métricas financieras, lo que puede ser beneficioso o perjudicial para el instrumento, según su prioridad. Las restricciones que redireccionan los fondos disponibles hacia la deuda preferente a costa de la deuda subordinada son vistos como positivos para la deuda preferente y negativos para la deuda subordinada. Este redireccionamiento se evaluará en el análisis financiero, principalmente a través del impacto de la calificación en los casos de estrés. Dichas características se pueden reflejar en las distinciones de calificación entre tramos en los que existe el apoyo por parte de un marco legal adecuado. Cuando las protecciones legales entre los tramos de deuda son limitadas, el *notching* será limitado (probablemente de 0 a 2 *notches*). Sin embargo, cuando las protecciones legales son fuertes para los tramos preferentes, las distinciones pueden ser más amplias.

Fitch evaluaría como Fuertes las condiciones para distribución de dividendos que incluyan pruebas prospectivas y retrospectivas, o pruebas prospectivas establecidas en un nivel significativo en relación con la volatilidad del activo y del sector. Un nivel Medio resultaría de pruebas retrospectivas o pruebas establecidas en un nivel adecuado en relación con la volatilidad del activo y del sector, y una evaluación Débil se relacionaría con la deuda sin condiciones para distribución de dividendos.

Disposición Diferida

Para el financiamiento de proyectos, especialmente los que son nuevos sin ingresos existentes, generalmente todas las fuentes de recursos (capital y deuda) deben comprometerse al cierre

financiero. Los recursos no financiados o los compromisos de deuda suelen estar respaldados por un instrumento con una calidad crediticia acorde con la calificación de la transacción o por una entidad con capacidad financiera demostrada para asegurar inyecciones oportunas. Esto incluye transacciones de disposición diferida que involucran a inversionistas institucionales, bancos comerciales y otros inversionistas similares de deuda.

Las transacciones operativas con flujos de ingresos probados también pueden optar por emitir deuda con provisiones de disposición diferida para financiar rehabilitaciones o expansiones. La exposición a disposición diferida se considerará mínima siempre y cuando las demoras en la implementación de inversiones de capital no afecten sustancialmente la capacidad de generar ingresos.

Para las estructuras de deuda con disposición diferida, evaluaremos el riesgo de una brecha de financiamiento o incremento de los costos de financiamiento si un acreedor no puede cumplir con su compromiso, así como la capacidad e incentivos de los otros acreedores para incrementar sus compromisos, si es necesario, para garantizar la finalización de la transacción o evitar el incumplimiento. La calificación general de la transacción puede verse limitada si estos riesgos no se mitigan adecuadamente. Fitch tendrá cierta tolerancia cuando un pequeño subconjunto de inversionistas comprometidos no cumpla con todas las condiciones anteriores.

Cobertura del Riesgo Financiero

Fitch evaluará la estructura de la deuda para identificar posibles riesgos financieros relacionados con un instrumento de deuda en particular. Los *swaps* se usan comúnmente para cobertura de tasas de interés, pero también para el cambio de divisas, la inflación u otros riesgos. Descalces en la base, los vencimientos o el nocional pueden dejar posiciones abiertas o con sobrecobertura. En tales casos, Fitch evaluará el riesgo financiero relevante para determinar la capacidad del emisor de soportar mayores costos o menores ingresos. Las políticas de cobertura podrían reducir de manera eficiente la exposición a riesgos financieros, pero se evaluarán dentro del análisis de riesgos de las contrapartes.

Fitch evaluaría como como Fuerte una transacción que está totalmente cubierta y donde no se descubre ningún riesgo financiero. Una transacción con hasta un 20% de riesgo financiero no cubierto resultaría en una evaluación de nivel Medio. Se produciría una evaluación Débil si la cobertura cubriera menos de 80% de los riesgos financieros del emisor.

Liquidez y Reservas

Las líneas de crédito de liquidez proporcionan, por lo regular, protección independiente a nivel del emisor para la deuda calificada, respecto a interrupciones en el flujo de efectivo operativo. El capital de trabajo al nivel del emisor y las líneas de reserva son normalmente independientes del rendimiento de corto plazo de la transacción y disponibles con condiciones mínimas.

Una liquidez dedicada al servicio de la deuda, incluidas las reservas mayores de o iguales a 12 meses de servicio de la deuda (excluidos los pagos únicos al vencimiento, *bullets* en inglés), se consideraría como Fuerte. Se obtendría una evaluación de nivel Medio si la liquidez y las reservas o la línea de crédito corporativa representan más de seis meses de servicio de la deuda. La falta de liquidez o la representación de menos de seis meses de servicio de la deuda resultarían en una evaluación Débil.

Garantías

Los beneficios de las garantías o los derechos de los acreedores pueden verse en una reducción ya sea de la probabilidad de incumplimiento de la deuda calificada o de la severidad de pérdida en caso de incumplimiento. Sin embargo, solo se toma en cuenta el primer beneficio cuando se asigna una calificación de infraestructura y financiamiento de proyectos.

Fitch ve positivamente los casos en que los derechos de control previos a la ejecución pueden reducir potencialmente la probabilidad de incumplimiento y, por lo general, se consideran como el aspecto más importante del paquete de garantías para la calificación. Fitch también evalúa si están presentes en la transacción los derechos de intervención y otros que brinden a los acreedores preferentes la habilidad de proteger los contratos y activos claves o para iniciar el reemplazo de las partes no productivas de la transacción, junto con garantías entregadas por los propietarios de la transacción, respecto a los intereses de propiedad que mantienen en el emisor. Después de la ejecución, Fitch evaluaría si las garantías reales sobre los activos y

contratos clave de la transacción se encuentran en el mismo orden de rango que la prioridad del acreditado y si confieren derechos de control previos a la ejecución.

Los contratos interacreedores exhaustivos que limitan el alcance para una acción preventiva individual y que definen la clase de control pre ejecución de acreedores pueden reducir la incertidumbre sobre los activos de la transacción en circunstancias adversas. Mucho de esto requiere una jurisdicción confiable y favorable para los acreedores. El control de procesos de seguros relevantes, ya sea para asegurar la reinstalación de la transacción o el pago de la deuda, también es considerado como un elemento más fuerte. Las diferencias en derechos entre las clases para controlar los remedios después de un incumplimiento se discuten cuando se califica cada clase de deuda.

Fitch evaluaría como Fuerte un paquete integral de garantías que incluya intereses de garantías de alto rango sobre todos o sustancialmente todos los activos operativos e intelectuales, derechos contractuales y saldos en efectivo; primer beneficiario de los ingresos sustantivos de las garantías; derechos de entrada en el contrato; jurisdicción favorable para el acreedor; primer interés de garantía en acciones del proyecto/empresa emisora; clase controladora; transferencia anticipada del control de efectivo del operador al fiduciario. Una evaluación de nivel Medio resultaría de la presencia de un paquete de garantías con atributos Débiles o menos integrales que los enlistados anteriormente y/o la presencia de un compromiso negativo fuerte sobre todos o sustancialmente todos los activos. La falta de un paquete de garantías ineficaz o un compromiso negativo débil sobre una porción de los activos daría lugar a una evaluación Débil.

Resumen Financiero y Caso de Calificación

Fitch evalúa la capacidad del flujo de efectivo para repagar cada instrumento calificado aplicando una variedad de estreses y tomando en cuenta las características de la estructura de deuda. La calidad crediticia tanto operativa como financiera de las contrapartes, en el contexto de sus obligaciones, se incorpora también en la calificación. El análisis de pares se usará según corresponda y si las calificaciones para un grupo de pares relevante pueden recabarse.

En ciertas situaciones, Fitch evaluará la flexibilidad financiera de formas alternativas a las indicadas estrictamente por la estructura de la transacción para evaluar su robustez (por ejemplo, incluso si la cascada de pagos contractual dicta que los costos operativos deben pagarse después del servicio de la deuda, siempre que dichos costos que no se hayan pagado puedan afectar sustantivamente la capacidad del activo para operar, Fitch evaluará los índices de cobertura tanto antes como después del servicio de la deuda y decidirá cuál es la métrica relevante que se utilizará en el análisis).

Supuestos

El análisis crediticio proporcionará una lista de los supuestos cualitativos y cuantitativos más relevantes que conforman los casos base y de calificación. Los supuestos de cada caso se relacionarán generalmente con los factores clave de calificación, tal y como se definen para el sector o un crédito en específico. El análisis describirá cómo los supuestos macroeconómicos o financieros seleccionados se relacionan con los factores crediticios y cómo se han ajustado para adaptarse a la lógica de cada caso.

Los supuestos pueden ser específicos para el crédito, como el porcentaje de consumo específico para una transacción de energía térmica. En dichos casos, los supuestos pueden estar basados en fuentes externas, como asesores técnicos y datos de pares. Los supuestos pueden relacionarse directa o indirectamente con las proyecciones macroeconómicas proporcionadas por otros grupos analíticos de Fitch, tales como inflación, precios del petróleo o producto interno bruto (PIB), o bien, por proveedores externos con buena reputación.

Caso Base

Para la mayoría de las transacciones y emisores, Fitch establecerá un caso base que resulte del desempeño esperado en un entorno económico normal. Este se alimenta de varias fuentes de información como el desempeño histórico, las proyecciones del emisor y los informes de terceros, así como la metodología y expectativas de Fitch (incluyendo los supuestos macroeconómicos de Fitch). Estas se enfocan en la medición de la flexibilidad financiera y

operativa en el ambiente económico esperado para el período de proyección relevante. Se incorporarán los supuestos analíticos de la agencia específicos para la transacción.

Estrés de Desempeño

Una vez establecido el caso base, Fitch aplica una serie de estreses a los parámetros identificados como claves en el análisis. Los parámetros como retrasos, precios de insumos y de producto final, niveles de demanda o utilización, desempeño, remplazo de activos y otros costos pueden ser estresados, ya sea en cuanto a su valor o a sus plazos. El impacto en el flujo de caja de los cambios estructurales o legales puede ser estimado y remodelado. El propósito es probar la sensibilidad de los flujos de caja disponibles para cada instrumento de deuda calificado ante cambios en estos parámetros.

Ciertas variables clave de la transacción se pueden cubrir, ya sea mediante contratos o posiciones naturales. Fitch considera la efectividad de tales acuerdos; cualquier riesgo remanente derivado de coberturas imperfectas (riesgo base) o posiciones residuales no cubiertas pueden estar sujetos a pruebas de estrés. La magnitud de los estreses aplicados se puede determinar al evaluar la volatilidad reflejada en las evaluaciones cualitativas de los factores clave de riesgo, datos históricos, reportes de terceros expertos y metodologías de sector específico, cuando aplique.

Estrés de Riesgos Financieros

Los escenarios de estrés financiero son considerados de manera similar a los estreses de la transacción; es posible que solo algunos apliquen a instrumentos de deuda individuales calificados. Los estreses financieros comunes, como inflación, tasas de interés y tipos de cambio, pueden estar completa o parcialmente cubiertos. La cantidad de estrés financiero aplicado se basa en indicadores macroeconómicos relevantes, por ejemplo, tasas de interés, PIB o inflación.

Los estreses de tasa de interés sobre deuda a tasa de interés variable, por ejemplo, se pueden considerar en el caso de calificación o en escenarios de punto de equilibrio y se basarán en los patrones históricos del mercado de deuda relevante. Fitch asume que las tasas flotantes siguen siendo variables, pero aplicará una tasa superior a la de la mitad del ciclo en el caso de calificación. Fitch también evaluará la capacidad de un emisor para enfrentar los impactos periódicos en las tasas como una sensibilidad de calificación. Estreses en las tasas de interés se aplicarán en la dirección que afecte adversamente los flujos de efectivo del instrumento calificado. Se dará la debida consideración a los efectos de un posible aumento correspondiente en la inflación: para emisores cuyos flujos de efectivo estén ligados a la inflación, el estrés resultante se puede expresar en un aumento en las tasas de interés reales en lugar de en las tasas nominales.

Caso de Calificación

La combinación del caso base y los estreses seleccionados de desempeño y financieros darán como resultado un caso de calificación. La distancia entre el caso base y el caso de calificación representará el grado de estrés que Fitch considere adecuado para la volatilidad o incertidumbre identificados para la actividad de la transacción o del emisor. Para transacciones o emisores que tienen poca incertidumbre o volatilidad, esta distancia (medida en la magnitud de estreses aplicados y, por lo tanto, en las métricas de crédito) sería menor. Las metodologías sectoriales brindan orientación indicativa específica sobre los niveles de calificación proporcionales a los resultados de los casos de calificación.

El caso de calificación incluye algunas desventajas razonables y no refleja estreses extremos, los cuales se abordarían a través de sensibilidades por separado (ver más adelante). Sin embargo, el caso de calificación incluye las fluctuaciones derivadas de un ciclo económico normal y, por lo tanto, debe ser consistente con la parte baja del ciclo. Al seleccionar los estreses, se considera la sensibilidad de los flujos de efectivo a cambios en estos estreses para alcanzar un grado de estabilidad de la calificación a lo largo del ciclo económico, incluyendo una desaceleración típica. Las desaceleraciones son un evento esperado y el objetivo de este caso de calificación es indicar la naturaleza de un evento a través del cual la calificación será estable. El caso de calificación puede variar el inicio de la desaceleración para evaluar los efectos en el crédito si una desaceleración ocurrió en un momento más vulnerable para la transacción o activo de infraestructura relacionado.

Cuando los ingresos se basan en contratos que mitigan el riesgo de volumen, como los contratos de compra en firme (*take-or-pay*) o contratos de APP, los estreses en el flujo de efectivo se enfocarán en los elementos que pueden variar, como la eficiencia de la producción y los costos de operación. Por ejemplo, una transacción eólica o solar se evaluará con base en los ingresos que se puedan obtener en un escenario de producción baja ocasionada por poca disponibilidad del recurso natural.

Para emisores expuestos al riesgo de demanda, el caso de calificación enfatizará el enfoque a través del ciclo de Fitch para las calificaciones y evaluará la demanda y el estrés consecuente sobre el ingreso que se puede esperar que un proyecto experimente durante una caída económica de profundidad y duración razonables.

El caso de calificación incluye las anticipaciones de cambios estructurales, por ejemplo, si la demanda subyacente para un proyecto ha cambiado de forma duradera, lo que refleja las tendencias seculares esperadas para cambiar permanentemente el desempeño de forma ascendente o descendente en comparación con las expectativas anteriores. Si Fitch identifica un cambio sustentable en la tendencia a largo plazo, sería posible que se requiera un cambio sustancial en el caso de calificación y ello dé como resultado un cambio de calificación.

Los eventos de mayor duración o profundidad o el desempeño menor de lo esperado dentro del escenario del caso de calificación pondrían las calificaciones bajo presión.

La elección del caso de calificación es un determinante cuantitativo y cualitativo clave de la calificación y normalmente es un punto central de discusión en los comités de calificación.

Sensibilidad y Análisis de Equilibrio

Sensibilidades

Además del caso de calificación, Fitch puede considerar una combinación de otros estreses de la transacción y financieros o una serie de estreses individuales, con base en el caso base, en el contexto del desempeño histórico, el análisis de pares y las expectativas de Fitch. Estos pueden reflejar un escenario particular de eventos. Estos estreses se usan ya sea seleccionando las métricas del caso base que provean una cobertura relevante o modelando los estreses para probar que el instrumento calificado no incumpliría.

El método usado para un sector en particular se determina generalmente por la información disponible y la importancia del análisis de pares, que depende a menudo de las métricas.

Puntos de Equilibrio

Los cálculos de punto de equilibrio están diseñados para evaluar un incumplimiento en el pago en efectivo (no en detonantes por incumplimiento convenidos) y, por lo general, incluyen retiros de las reservas de servicio de la deuda. Los escenarios de punto de equilibrio se calculan a partir del caso base y son de dos tipos:

- un cambio único en una variable dada que resulta en una razón de cobertura de servicio de la deuda (RCSD) de 1.0x;
- la tasa de crecimiento o declive constante más adversa durante la vida de la deuda calificada, que produce una RCSD mínima de 1.0x.

Métricas

Los resultados de estos estreses se resumen generalmente usando varias medidas, a menudo en forma de razones financieras que se utilizan en conjunto. Las mediciones se usan de manera selectiva, según sea apropiado para el sector o la estructura de la transacción. Las mediciones asociadas con una categoría de calificación determinada pueden variar considerablemente dependiendo de la naturaleza de la transacción y la volatilidad potencial de los flujos de caja. Todas las metodologías de sector específico pueden incluir medianas y rangos típicos para el sector relevante. Dichas mediciones se usan como datos de entrada para determinar las opiniones que tiene Fitch con respecto a ciertos riesgos y, en particular, su impacto sobre los flujos de caja de la transacción. Una calificación incluye un análisis tanto cuantitativo como cualitativo. Las métricas financieras Fuertes o Débiles se verán en el contexto del análisis cualitativo de los atributos de riesgo descritos en esta metodología maestra.

Modelos

Fitch utiliza los siguientes modelos para calificar las transacciones de infraestructura y financiamiento de proyectos: el Modelo GIG AST (AST), el Modelo de Monitoreo y Pronóstico Empresarial (Modelo Comfort), modelos específicos del sector que se detallan en las metodologías de sector específico y modelos de terceros. El modelo que mejor refleje los riesgos de la transacción será seleccionado para su uso.

Modelo GIG AST

El modelo AST proporciona proyecciones básicas de flujo de efectivo e indicadores relacionados para respaldar el análisis de calificación según la "Metodología de Calificación de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos". A partir de años históricos recientes para los que haya información disponible, AST proporciona un método interno para proyectar varios resultados operativos y financieros, ya sea aplicando un cambio porcentual o un cambio incremental al valor del período anterior, o bien, mediante el uso de montos absolutos.

El modelo admite los supuestos y resultados de los casos base y de calificación de Fitch, así como escenarios de sensibilidad adicionales (es decir, casos de estrés y análisis de punto de equilibrio), y se completa ingresando información histórica y supuestos apropiados para cada caso. El AST permite a los usuarios flexibilidad para incluir, excluir o ajustar partidas específicas según sea necesario para cumplir con las variaciones en el manejo y los informes de partidas operativas y financieras que son analíticamente apropiadas para la transacción.

Los resultados del AST incluyen métricas financieras (varios cálculos de índices de cobertura del servicio de deuda y cálculos de apalancamiento (deuda neta a FEDSD)), así como indicadores operativos específicos del sector, por ejemplo, servicio de deuda máximo anual, y análisis de punto de equilibrio y residual (en el caso de algunos créditos aeroportuarios).

El Modelo GIG AST se utiliza típicamente en transacciones con una base de activos o flujo de ingresos predecible, cuando es posible una visión crediticia proforma a largo plazo, en algunos casos durante la vida de la deuda o la vida útil del activo.

Modelo Comfort

El Modelo Comfort se usa regularmente cuando es adecuada una visión crediticia proforma a mediano plazo, dada la estrategia evolutiva del equipo directivo y las políticas financieras del emisor.

Para obtener una descripción del Modelo Comfort, consulte la "Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas" ("Corporate Rating Criteria").

Modelos de Terceros

Debido a la naturaleza idiosincrásica y compleja de las transacciones y los emisores, Fitch también puede utilizar modelos de terceros proporcionados por el emisor y sus agentes, si reflejan mejor las diversas características individuales del crédito. La agencia considera la plausibilidad de los resultados de los modelos de flujo de efectivo externos, por ejemplo, al revisar las fórmulas clave, examinar tendencias y el comportamiento del modelo cuando se sensibiliza. A pesar de estas precauciones, al igual que con todo tipo de información proporcionada por los emisores, Fitch depende de los patrocinadores o emisores para garantizar que la información sea oportuna, precisa y completa. De lo contrario, se pueden retirar las calificaciones. Fitch considera positivamente la auditoría o revisión externa independiente de los modelos de flujo de efectivo por parte de un tercero reconocido. Esto es de particular importancia para modelos muy complejos, ya que proporcionan un nivel adicional de seguridad de que el modelo funciona según lo previsto. En ciertas instancias, si Fitch no puede replicar los cálculos en un modelo de un tercero, la ausencia de una auditoría independiente puede causar que la transacción sea no calificable o que una calificación existente se retire.

Uso de Modelos

Los modelos utilizados en el financiamiento de proyectos e infraestructura son modelos de flujo de efectivo que proyectan flujos de efectivo operativos, servicio de deuda e indicadores financieros resultantes. Estos modelos no son estocásticos. Fitch puede modificar los supuestos del patrocinador del caso en su base y casos de calificación como parte de su proceso analítico.

Los modelos permiten sensibilidades de factores únicos y combinados para evaluar el posible impacto en el servicio de la deuda.

Supuestos Relacionados con el Crédito

No hay supuestos de Fitch enclavados relacionados con el crédito (incluyendo valores altamente codificados, ocultos o predeterminados) en los modelos.

Aplicación de los Supuestos

Fitch utiliza modelos financieros para aplicar un rango de estreses que reflejan su evaluación de los factores clave de calificación de la transacción, con el objetivo de evaluar la capacidad del flujo de efectivo para pagar cada instrumento calificado dadas las características de la estructura de deuda aplicable. Los estreses aplicados son específicos de activos o transacciones.

Importancia de los Resultados de los Modelos

Los resultados de los modelos son uno de varios factores en la determinación de la calificación. Los resultados de los modelos se utilizan en conjunto con tablas de métricas indicativas relevantes. Sin embargo, una transacción para la cual los resultados del modelo muestran una capacidad alta para pagar la deuda calificada aún puede recibir una calificación más baja o de grado especulativo si hay más riesgos cualitativos (por ejemplo, riesgo de comprador, riesgo de contraparte, riesgo país, insolvencia del patrocinador o riesgo de la industria) que se consideren relevantes.

Análisis de Pares

En los casos en que Fitch encuentre información disponible sobre pares a los cuales se haya asignado una calificación (generalmente para el mismo sector, región y estructura), esta se usará para realizar un análisis de pares en relación con factores de riesgo individuales (tanto cualitativos como cuantitativos) o para establecer la calificación con respecto a proyectos similares.

Cuando no aplica completamente ninguna metodología de sector específico, los factores clave de calificación y las métricas relevantes adecuadas se determinarán sobre una base que busque consistencia y comparabilidad con los activos y sectores que tienen perfiles de riesgo similares. Por ejemplo, una instalación de gas natural licuado se evalúa según la metodología maestra y el análisis sigue algunos elementos del enfoque adoptado en la metodología de calificación de transacciones de energía térmica. Una instalación de área de servicio de biomasa se evalúa según la metodología maestra y el análisis sigue el enfoque adoptado en la metodología de autopistas de peaje.

Aun si una transacción alcanza las métricas financieras indicativas para un nivel específico de calificación, otros factores pueden limitarlo a una calificación más baja. Factores tales como patrocinadores débiles, riesgo técnico excesivo, exposición mercantil parcial, contrapartes subgrado de inversión u otras evaluaciones de factores de riesgo clave podrían respaldar una calificación más baja. Por el contrario, podrían presentarse factores que apoyen una calificación más alta, tales como protecciones contractuales excepcionalmente fuertes, un entorno positivo de la industria o una dinámica del mercado que reduzca una potencial volatilidad de precios o de costos. Las transacciones que de alguna manera cumplen con los atributos indicativos específicos para un nivel de calificación, pero con métricas financieras inferiores a las indicadas para un nivel de calificación, se evalúan con base en las circunstancias particulares del proyecto.

Seguimiento

A menos que se especifique en las metodologías sectoriales o intersectoriales, no hay diferencias entre el proceso para la calificación inicial de una transacción o las revisiones posteriores de seguimiento de la calificación. Fitch monitorea y revisa las calificaciones existentes de acuerdo con esta metodología y la metodología de sector específico para el tipo de calificación. Fitch revisa la información periódica de una transacción, además de la recibida al inicio, tal como estados financieros y estados de cuenta, datos de desempeño, informes técnicos, informes de avance de construcción, presupuestos y proyecciones, al menos una vez al año y hasta el vencimiento de toda la deuda calificada.

Una vez recibida, esta información se revisa para verificar su importancia y consistencia con el caso esperado. Se toma la decisión de iniciar una revisión completa de la calificación si se considerara necesario. Los eventos significativos en el mercado, los cambios en la calificación de las contrapartes o los cambios en las leyes o la regulación pueden resultar en una revisión completa. Las revisiones completas se realizan periódicamente ante cualquier evento, según lo requiera la política de Fitch. La información recibida como parte del proceso de monitoreo puede llevar a solicitudes para obtener más información y a revisar los casos base y de calificación de Fitch (ya sea cantidad o factores).

Sensibilidad de los Supuestos de Calificación

Las opiniones de Fitch son prospectivas e incluyen las opiniones de la agencia respecto al desempeño futuro. Los factores clave de calificación se verán afectados por cambios en la transacción, industria y supuestos macroeconómicos. Las calificaciones de infraestructura y financiamiento de proyectos de Fitch están sujetas a ajustes positivos o negativos con base en el desempeño operativo y financiero real o proyectado. A continuación está una lista no exhaustiva de las sensibilidades principales que pueden influenciar las calificaciones y/o Perspectiva.

Riesgo de Conclusión: Las calificaciones serán sensibles a cambios en atributos, como reflejo de dificultades en el desempeño, y en la calidad crediticia del contratista, cambios en la complejidad, facilidad de reemplazo del contratista, términos contractuales, prima del costo de reemplazo, o garantía de desempeño o liquidez, entre otros factores de riesgo de conclusión.

Riesgo de Ingresos: Las calificaciones serán sensibles a cambios en la calidad crediticia de la contraparte que paga el ingreso, la demanda, la diversidad de clientes, la elasticidad de precio, la estructura o el marco de fijación de precios, entre otros factores de riesgo de ingresos.

Riesgo de Operación: Las calificaciones serán sensibles a cambios en la calidad crediticia del operador, la disponibilidad, la productividad, los costos relativos a la operación, mantenimiento y remplazo de activos, entre otros factores de riesgo operativo.

Desarrollo y Renovación de Infraestructura: Las calificaciones serán sensibles a cambios en la vida económica, vencimiento de concesión, capacidad y utilización del activo, los requisitos esperados de inversiones de capital y el momento en que se lleven a cabo, así como la compensación por terminación del contrato, entre otros factores de desarrollo de infraestructura y renovación.

Estructura de Deuda: La calificación será sensible a cambios en las características y términos de la deuda, características estructurales, instrumentos derivados y obligaciones contingentes, el paquete de garantías y los derechos de los acreedores, así como al riesgo de refinanciamiento, entre otros factores de estructura de deuda.

Resumen Financiero: Las calificaciones serán sensibles a cambios en el endeudamiento, cobertura, liquidez, tasas de interés y perfil de amortización, entre otros factores del perfil financiero.

Variaciones Metodológicas

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

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

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificación cuando el riesgo, aspecto u otro factor relevante para la asignación de calificación, al igual que la metodología aplicada para ello,

estén incluidos dentro del alcance de la metodología, pero el análisis descrito en la misma requiera modificarse con el fin de contemplar factores específicos para la transacción o emisor en particular.

Limitaciones

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

Divulgación

Fitch espera divulgar los siguientes elementos en los reportes o comentarios de calificación de la agencia:

- factores clave de las calificaciones y su evaluación;
- métricas financieras;
- análisis de pares;
- supuestos analíticos principales;
- sensibilidad de las calificaciones.
- no hay supuestos altamente codificados, ocultos, supuestos relacionados con el crédito con valores o rangos de valor predeterminados en los modelos de Fitch.
- elementos analíticos utilizados en el proceso de calificación que pertenecen a la "Metodología de Calificación de Finanzas Públicas de Estados Unidos Respaldas por Ingresos Fiscales" ("U.S. Public Finance Tax-Supported Rating Criteria"), la "Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales" ("Rating Criteria for International Local and Regional Governments"), la "Metodología de Calificación de Entidades Respaldadas por Ingresos del Sector Público" ("Public Sector, Revenue-Supported Entities Rating Criteria") o la "Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas" ("Corporate Rating Criteria") según la sección del marco de referencia.

Además, cualquier variación en relación con la metodología se detallará en los reportes de calificación de Fitch (como se mencionó).

Apéndice A

Factores de Riesgo Clave para la Estructura de la Deuda y el Desarrollo/Renovación de la Infraestructura

Evaluación	Estructura de la Deuda	Desarrollo y Renovación de la Infraestructura
Fuerte	• Clasificación preferente • Deuda totalmente amortizable • Paquete de obligaciones exhaustivo y robusto • Condiciones prospectivas para distribución de dividendos en un nivel significativamente elevado • Riesgo financiero con cobertura completa / ningún riesgo financiero sin cobertura • Liquidez dedicada al servicio de la deuda, incluidas las reservas mayores o iguales a los próximos 12 meses de servicio de deuda (excluida la deuda *bullet*) • Paquete de garantías integral y fuerte • Sin disposiciones diferidas en la estructura de la transacción	• Activos/instalaciones modernas, con muy buen mantenimiento, con riesgo de obsolescencia limitado • Capacidad por encima de las proyecciones a mediano plazo • Las necesidades de mantenimiento a corto y largo plazo, los plazos y la planeación de capital están altamente definidos, con contrapartes con experiencia y diálogo con los usuarios/autoridades • Ninguna obligación de desarrollo contractual o plan de gasto de capital tiene una flexibilidad significativa en el plan de implementación • Acceso a niveles de exceso de flujo de efectivo o demostración clara de acceso a financiamiento externo para cubrir más allá de lo requerido
Medio	• Deuda de segunda prioridad con subordinación limitada • Riesgo limitado de refinanciamiento: vencimientos bien distribuidos de no más de 30% cada uno, y/o acceso al mercado comprobado y regular para vencimientos extendidos de refinanciamiento • Paquete de obligaciones adecuado • Condiciones retroactivas y/o prospectivas para distribución de dividendos establecidas en un nivel adecuado • Hasta 20% de riesgo financiero no cubierto • Liquidez dedicada al servicio de la deuda o líneas de crédito corporativo, incluidas reservas mayores o iguales a los próximos seis meses de servicio de la deuda (excluida deuda *bullet*) • Con características limitadas de disposiciones diferidas en la estructura de la transacción	• Activo/instalaciones con buen mantenimiento y con riesgo potencial de obsolescencia • La capacidad instalada requiere una expansión o renovación limitada para cumplir con los pronósticos a mediano plazo dentro de la experiencia de los emisores • Los planes de mantenimiento a corto y largo plazo están definidos, aunque la planeación de tiempos y de capital es incierta, contrapartes con experiencia moderada; existe cierto diálogo con los usuarios/autoridades • Las obligaciones contractuales de desarrollo son limitadas en alcance o el plan de gasto de capital tiene cierto grado de flexibilidad en el despliegue • Niveles moderados de exceso de flujo de efectivo o alguna evidencia de acceso a financiamiento externo, pero no se cubren los requisitos de cobertura
Débil	• Profundamente subordinado • Vencimientos significativos y concentrados y/o amortización de la deuda por más tiempo que la vida útil de los activos o de la concesión, sin antecedentes de acceso al mercado • Paquete de obligaciones nulo o muy limitado • Sin condiciones para distribución de dividendos o condiciones establecidas en un nivel muy bajo • Más de 20% del riesgo financiero no cubierto • Liquidez dedicada al servicio de la deuda, incluidas las reservas, inferiores a los próximos seis meses (excluyendo deuda *bullet*) • Paquete de garantías nulo o limitado/cobertura negativa débil • Disposiciones diferidas elevadas en la estructura de la transacción	• Activo/instalaciones mal mantenidos, con alta probabilidad de riesgo de obsolescencia • La capacidad instalada requiere una gran expansión o renovación para cumplir con los pronósticos a mediano plazo y/o se encuentra muy lejana de acuerdo a la experiencia de los emisores • Las necesidades de mantenimiento a corto y largo plazo, el tiempo y la planeación del capital son indefinidos y poco claros, con antecedentes de mantenimiento diferido y/o sobrecostos, contrapartes sin experiencia, y sin diálogo con usuarios/autoridades • Obligaciones contractuales grandes, en alcance, de desarrollo o del plan de gasto de capital, sin flexibilidad en el plan de implementación • Niveles limitados de exceso de flujo de efectivo o sin demostrado acceso a financiamiento externo y no puede cubrir lo requerido

Fuente: Fitch Ratings.

Apéndice B - Definiciones para Métricas Financieras

Flujo de Efectivo Disponible para el Servicio de Deuda (FEDSD)

Por lo general, el FEDSD en cualquier período se calcula como el ingreso generado por el activo menos sus gastos de operación, costos de mantenimiento y costos del remplazo de activos o depósitos a la cuenta de reserva de mantenimiento mayor, cambios en el capital de trabajo, impuestos en efectivo, contribuciones a pensiones cuando corresponda, e intereses de cuentas en efectivo. Sin embargo, para los activos cuyos flujos de efectivo no se ven afectados sustancialmente por el aplazamiento de los costos de remplazo de activos, los FEDSD pueden calcularse excluyendo los costos de remplazo de activos para evaluar la flexibilidad financiera disponible para diferir los costos, siempre que los perfiles de cobertura específicos incorporen la capacidad de respaldar estas inversiones a través de flujos de efectivo futuros y/o préstamos.

Ganancias antes de Intereses, Depreciaciones, Impuestos y Amortizaciones (UAFIDA; en inglés: EBITDA)

El UAFIDA en cualquier período se calcula como los ingresos generados por el activo menos sus gastos operativos.

Razón de Cobertura del Servicio de Deuda

Esta razón mide la cantidad en la cual el FEDSD excede el servicio de deuda (interés, principal y comisiones relacionadas a la deuda) en cualquier período. Los períodos pueden ser anuales o interanuales, especialmente para proyectos expuestos a estacionalidad. Para el análisis, se toman en cuenta tanto las RCSD mínimas y como las RCSD promedio del período, ya que indican la volatilidad de los flujos de caja. El perfil o evolución de la RCSD se considera en el contexto de un aumento relativo en la incertidumbre para diferentes variables a lo largo del tiempo.

Razón de Cobertura de Intereses (RCI)

La RCI mide la capacidad de pagar intereses de los flujos de efectivo de la transacción, cuando el UAFIDA o FEDSD se divide entre los intereses y las comisiones relacionadas con la deuda que vencen en ese período.

Razón de Cobertura de Intereses después de Mantenimiento (RCIDM)

La RCIDM es similar a la RCI; la UAFIDA menos los costos de mantenimiento y los costos del remplazo de activos menos el capital de trabajo menos los impuestos se dividen entre los intereses y las comisiones relacionadas con la deuda que vencen en ese período.

Razón de Apalancamiento

Esta es la razón de deuda neta sobre flujo disponible o deuda neta sobre UAFIDA, usada cuando se evalúan entidades de infraestructura con una franquicia ilimitada para proveer servicios públicos esenciales o cuando la deuda no es amortizable.

Razón de Cobertura de la Vida del Proyecto (RCVP)

Es el valor presente neto (VPN) del FEDSD durante el plazo remanente de la vida del proyecto, más el saldo inicial del fondo de reserva para el servicio de deuda (FRSD) y cualquier otro efectivo disponible dividido por el saldo de principal vigente del instrumento de deuda calificado (más toda la deuda preferente y de igual prelación) a la fecha de realizarse el cálculo. La vida del proyecto se referirá a la vida remanente del activo. Cuando la concesión otorgada tenga un plazo remanente inferior a la vida económica esperada del activo, como podría ocurrir en ciertos financiamientos de infraestructura social bajo el esquema de asociación público-privada, la vida remanente del proyecto puede ser el plazo remanente de la concesión. En los casos en que el plazo remanente de la concesión sea largo, Fitch sustituirá la vida económica de proyecto, dependiendo de la naturaleza del activo, dado que se torna impráctico evaluar flujos de caja del proyecto por un período más largo.

La RCVP es una razón financiera alternativa a la RCVC en situaciones en las que la deuda de largo plazo no esté disponible y cuando la cobertura del flujo de caja es demasiado estrecha para eliminar deuda a lo largo de la vida más corta de la deuda que se encuentra disponible. La RCVP observa la capacidad económica para remover deuda a lo largo de la vida económica del proyecto/transacción. La tasa de descuento utilizada para calcular el VPN de FEDSD

generalmente será el cupón de la deuda, pero puede incorporar supuestos variables sobre el costo de capital dependiendo de las circunstancias específicas del proyecto/transacción.

Razón de Cobertura de la Vida del Crédito (RCVC)

Es el VPN del FEDSD desde la fecha de cálculo hasta el vencimiento del instrumento de deuda calificado más el saldo inicial del FRSD y cualquier otro efectivo disponible, dividido entre el saldo de principal vigente de toda la deuda pari passu y de la más alta prelación, a la fecha del cálculo. Los flujos de caja se descuentan al costo promedio ponderado de la deuda hasta su vencimiento. Los valores residuales al momento del vencimiento se excluyen, a menos que se encuentren estructurados específicamente para ser liquidados. Esta métrica mide la capacidad total para el servicio de la deuda durante la vida del instrumento calificado.

Servicio de Deuda Máximo Anual (SDMA)

Esta razón se obtiene al dividir el FEDSD anual actual entre el servicio de la deuda máxima durante la vida de la deuda. Esta métrica mide la dependencia del crecimiento de una estructura de deuda con tasa fija y totalmente amortizable.

Deuda Neta sobre Base de Activos Regulados

Esta es una razón de la posición de deuda neta del proyecto o transacción con respecto al valor del capital invertido neto para fines regulatorios.

Apéndice C

Resumen de Riesgo Contraparte

Tipo de Contraparte	Rol y Relevancia	Plazo de Relevancia	Influencia Probable en la Calificación
Constructor	• Entidades contratadas para completar la construcción del proyecto a tiempo y dentro del presupuesto, para permitir la generación de ingresos (demanda o pago por disponibilidad) • Los ejemplos incluyen contratistas de diseño y construcción, constructores de ingeniería-adquisición-construcción	• Período de construcción	• Evaluaciones de atributos cualitativos Fuertes o de nivel Medio o desempeño/garantía de liquidez pueden mejorar la calidad crediticia del proyecto por encima de la del constructor • Sin embargo, las evaluaciones de atributos cualitativos Débiles pueden restringir las calificaciones a niveles por debajo de la calidad crediticia del constructor • Ver "Metodología de Calificación de Riesgo de Conclusión" ("Completion Risk Rating Criteria") para mayor detalle
Operador	• Entidades contratadas para operar proyectos bajo acuerdos relevantes • Los ejemplos incluyen puertos, plantas de energía y operadores de GNL	• Puede ser deuda de corto, mediano o plazo total del proyecto	• La calificación puede estar limitada a la calidad crediticia del operador si los reemplazos no están disponibles • Estreses a los costos (operación y/o mantenimiento mayor) o las deducciones de ingresos relacionadas para reflejar los riesgos de desempeño/reemplazo/renovación
Proveedor	• Partes que realizan aportes críticos para operaciones exitosas • Los ejemplos incluyen gas natural/combustible, partes de repuesto, turbinas, paneles solares, rotación de inventarios	• Puede ser relevante al inicio del proyecto durante los períodos de construcción y operación • Puede ser relevante durante el plazo completo de la deuda del proyecto	• La calificación puede estar limitada a la calidad crediticia del proveedor si los reemplazos no están disponibles • Estreses sobre costos relacionados a costos y disponibilidad para reflejar los riesgos de desempeño/reemplazo/renovación
Ingresos	• Partes bajo obligación contractual, sujetas a los términos del acuerdo del proyecto, para respaldar los ingresos totales o parciales del proyecto • Los ejemplos incluyen garantes de asociaciones público-privadas, compradores, aerolíneas, líneas navieras, arrendadores de instalaciones	• Puede ser relevante al inicio del proyecto durante los períodos de construcción y operación • Puede ser relevante durante el plazo completo de la deuda del proyecto	• La calificación puede estar limitada a la calidad crediticia de la contraparte de ingresos • Estreses a los ingresos comprometidos del proyecto para reflejar la volatilidad de la demanda o de desempeño
Financieras	• Entidades financieras que tienen un impacto sustancial en la estructura de deuda y los flujos de efectivo del proyecto • Los ejemplos incluyen proveedores de cobertura/*swaps*, líneas de crédito utilizadas para cumplir con los requisitos de capital o reserva, inversores, garantes financieros/de garantía, proveedores de seguros	• Puede ser relevante al inicio del proyecto durante los períodos de construcción y operación • Puede ser relevante durante el plazo completo de la deuda del proyecto	• La calificación puede estar limitada a la calidad crediticia de la contraparte financiera • Estreses o interrupciones en los flujos de caja

Fuente: Fitch Ratings.

Apéndice D – Calificando a Compañías Tenedoras en Financiamiento de Proyectos

Este marco conceptual aplica cuando los activos de infraestructura o del proyecto son controlados por una compañía tenedora de las siguientes maneras:

- una única compañía operativa que se encuentra aislada de otros riesgos y posee uno o más activos (en este caso, en sectores homogéneos y con flujos de efectivo conjuntos);
- varias compañías operativas aisladas de otros riesgos, tengan estructuras similares y pertenezcan a sectores homogéneos (es decir, activos renovables o activos de transporte); este marco no se aplicaría cuando exista una expectativa de venta y adición de los activos relevantes.

Cuando no exista una separación suficiente entre la compañía tenedora y la compañía operativa, el nivel de influencia que la tenedora pueda ejercer en la operativa impediría utilizar este enfoque. En tales situaciones, Fitch aplicaría el enfoque descrito en la sección "Estructura Corporativa".

Marco Analítico

Estructura de Proyecto Individual

Como es típico en el financiamiento de proyectos, la compañía operadora está sujeta a fuertes restricciones contractuales y estatutarias respecto a los negocios en los que puede participar o en las acciones que puede tomar, lo cual crean un aislamiento respecto a la compañía tenedora o los diferentes patrocinadores. Esto se establece generalmente a través de opiniones de no consolidación por el lado legal, pero también mediante restricciones fuertes para incurrir en deudas adicionales y distribuir flujos de efectivo, más frecuentemente con base en el cumplimiento de ciertas métricas financieras. Como resultado, la compañía operadora puede analizarse de forma independiente, ya que la compañía tenedora tiene una capacidad limitada para aumentar la deuda de la operadora o para agotar sus fondos en efectivo.

En consecuencia, Fitch analizará la deuda de la compañía tenedora sobre la base de los flujos de efectivo no restringidos, tales como dividendos o reembolso de préstamos de los accionistas, (para simplificación, los flujos de efectivo ascendentes se etiquetarán como dividendos en el resto de este documento), que la compañía operadora será capaz de subir. El enfoque incluye estos tres pasos.

- Se utilizan como el FEDSD de la compañía tenedora los dividendos que la compañía operadora tenga permitido distribuir bajo los supuestos del caso de calificación.
- Independientemente, se consideran las restricciones aplicables para distribución de efectivo. Incluso en situaciones en que la compañía operadora está generando efectivo en exceso, los requisitos de distribución pueden bloquear la salida de dividendos, lo que podría impedir que la compañía tenedora pague su deuda. La Figura 1 detalla cómo la probabilidad de bloqueo de dividendos restringiría la calificación.
- Aunque el enfoque no es utilizar la deuda consolidada como base para la calificación de la compañía tenedora, es importante examinar el perfil de crédito consolidado, en el que la deuda de la compañía tenedora se agrega a la deuda preferente de la compañía operadora en las métricas relevantes, para asegurar que la calificación de la deuda de la compañía tenedora de forma individual no sea mejor de lo que sugeriría el perfil crediticio consolidado. Esto significa que, en principio, la deuda de la compañía tenedora no puede ser de mejor calidad crediticia que la deuda subordinada equivalente al nivel de la compañía operadora. Fitch espera que la deuda de la compañía tenedora sea calificada por debajo de la de la compañía operadora, excepto en situaciones específicas (por ejemplo, si las calificaciones de la compañía operadora tienen algún tope que las limita).

Figura 1 - Cálculo y Aplicación de las Restricciones de Distribución de Flujos

Un aislamiento fuerte que separa el riesgo de crédito de la compañía operadora del endeudamiento de la compañía tenedora expone a la compañía tenedora a las protecciones estructurales de la compañía operadora, como son el bloqueo de dividendos. En la mayoría de los casos, los acreedores de la compañía operadora se beneficiarán de las restricciones para el pago de dividendos a la compañía tenedora, a menos que las métricas financieras de la compañía operadora alcancen cierto nivel. El incumplimiento de los requisitos para el bloqueo de dividendos perturbaría los flujos de efectivo hacia la compañía tenedora y, en ausencia de características estructurales (aplazamiento, liquidez) a nivel de la compañía tenedora, podría resultar en el incumplimiento de la compañía tenedora.

Fitch, por lo tanto, evalúa la probabilidad de que la compañía operadora incumpla con el requisito para distribución de dividendos para determinar el impacto en la calidad crediticia de la compañía tenedora, independientemente del apalancamiento propio de esta. No importa qué tan pequeño sea el servicio de la deuda al nivel de la compañía tenedora, el bloqueo de distribución de dividendos es un evento binario que impide que se pague cualquier dividendo.

Enfoque:

- Se calcula la "métrica de distancia de bloqueo" = (RCSD mínima en el caso de calificación de la compañía operadora) / (nivel de bloqueo de la compañía operadora).
- Se compara la 'métrica de distancia de bloqueo' con la guía que ofrece la metodología de sector específico en cuanto a RCSD para cada nivel de calificación.
- El resultado establecerá el potencial para que la calificación de la compañía tenedora sea topada.

Fitch evalúa la distancia de bloqueo comparando esta relación contra los umbrales metodológicos (por ejemplo, 1.3x para la categoría BBB para proyectos solares contratados). Esto define una aproximación para el margen requerido al riesgo de incumplimiento y diferencia entre sectores. La volatilidad de los flujos de efectivo de los proyectos de energía con riesgo mercantil es mayor que la de los proyectos basados en disponibilidad, por lo que requiere márgenes superiores.

Sin una posición de liquidez fuerte a nivel de la compañía tenedora, la deuda de la compañía tenedora está más expuesta a la rápida migración al incumplimiento que la deuda de la compañía operadora. El incumplimiento del requisito de bloqueo de flujos al nivel de la compañía operadora significa que la compañía tenedora no recibirá flujo de efectivo para pagar su deuda. Por el contrario, al nivel de la compañía operadora, el FEDSD puede ser insuficiente para cumplir por completo con el servicio de la deuda, pero de cualquier forma puede tener algo de flujo (por ejemplo, RCSD de 0.90x). Con liquidez moderada, la compañía operadora puede ser capaz de servir su deuda por algunos pocos períodos antes de efectivamente incumplir.

Estructuras de Portafolios

Cuando la compañía tenedora posea una cartera estable de compañías operadoras, con estructuras y activos similares, el enfoque podría aplicarse de la siguiente manera.

- El FEDSD de la compañía tenedora será igual a la suma de los dividendos que le pueden ser transferidos por todas las compañías operadoras bajo el caso de calificación de cada una de ellas.
- Se calcula la “métrica de distancia de bloqueo” (como se detalla en el Apéndice B) para cada compañía operadora.
- La “métrica de distancia de bloqueo” más baja se usaría para evaluar el tope de calificación de la compañía operadora, a menos que la pérdida de los flujos de esa compañía operadora no impidiera que la compañía tenedora pagara su deuda. En tal caso, la segunda más baja se utilizaría, sujeta a la misma prueba de materialidad.

El perfil consolidado se establecería al agregar todos los flujos de efectivo de las compañías operadoras y todas las deudas de las operadoras y de la compañía tenedora.

Puede haber situaciones en las que las restricciones de distribución podrían ser detonadas por otras razones que no sean las métricas financieras que no se alcanzaron, como la falta de refinanciamiento de la deuda no amortizable al nivel de la compañía operadora 12 meses antes del vencimiento o el fracaso de una compañía operadora para renovar contratos. Tales eventos pueden desencadenar acumulaciones de efectivo (retención de efectivo) o amortizaciones anticipadas (barrido de caja) al nivel de la compañía operadora. Aunque estas son protecciones para los acreedores de la compañía operadora, el FEDSD de la compañía tenedora puede verse interrumpido sin haber relación directa con el desempeño del activo. En tales casos, este enfoque puede no ser aplicable, a menos que la ocurrencia de estos eventos se considere muy improbable.

Ejemplos de Aplicación (Transacciones Solares)

Ejemplo 1

Compañía Operadora Individual, Endeudamiento Bajo

Deuda de la Compañía Operadora	800,000
Deuda de la Compañía Tenedora	200,000
Tasa de Interés de la Operadora (%)	5
Tasa de Interés de la Tenedora (%)	8
Plazo (años)	10 años
Umbral de Grado de Inversión	1.30
FEDSD del Caso de Calificación de Operadora	170,000
Servicio de la Deuda de Operadora	103,604
RCSD del Caso de Calificación de Operadora	1.64
Bloqueo	1.20
Dividendos	66,396
FEDSD del Caso Calificación de Tenedora	66,396
Servicio de la Deuda de Tenedora	29,806
RCSD del Caso Calificación de Tenedora	2.23
RCSD del Caso de Calificación Consolidado	1.27
Métrica de Distancia a Bloqueo de la Operadora	1.37

Fuente: Fitch Ratings

Perfil individual de la compañía tenedora muy sólido (2.23x RCSD)

Distancia de bloqueo consistente con el grado de inversión (1.37x vs. 1.30x)

Perfil consolidado justo por debajo de x de grado de inversión (1.27x vs. 1.30x)

Indica una calificación alta de 'BB' para compañía tenedora

Ejemplo 2

Compañía Operadora Individual, Mayor Apalancamiento

($000)	
Deuda de la Compañía Operadora	1,000,000
Deuda de la compañía Tenedora	200,000
Tasa de interés de la Operadora (%)	5
Tasa de interés de la Tenedora (%)	8
Plazo	10 años
Umbral de Grado de Inversión	1.30
FEDSD del Caso de Calificación de Operadora	170,000
Servicio de la Deuda de Operadora	129,505
RCSD del Caso de Calificación de Operadora	1.31
Bloqueo	1.20
Dividendos	40,495
FEDSD del Caso de Calificación de Tenedora	40,495

Perfil individual de la compañía tenedora consistente con el grado de inversión (1.36x RCSD)

Distancia de bloqueo y perfil consolidado, bajo, consistente con 'B' (1.09x vs .1.07x)

Indica una calificación de 'B' para la compañía tenedora

Impulsada por un perfil consolidado y razón de distancia a bloqueo

Compañía Operadora Individual, Mayor Apalancamiento

($000)	
Deuda de la Compañía Operadora	1,000,000
Servicio de la Deuda de Tenedora	29,806
RCSD del Caso Calificación de Tenedora	1.36
RCSD del Caso de Calificación Consolidado	1.07
Métrica de Distancia a Bloqueo de la Operadora	1.09

Fuente: Fitch Ratings

Ejemplo 3 – Varias Operadoras

Varias Operadoras

($000)	
Deuda de la Operadora 1	200,000
Deuda de la Operadora 2	220,000
Deuda de la Operadora 3	100,000
Deuda de la Compañía Tenedora	300,000
Tasa de interés de la Operadora (%)	5
Tasa de interés de la Tenedora (%)	8
Plazo	10 años
FEDSD del Caso de Calificación de Operadora 1	60,000
Servicio de la Deuda de operadora 1	25,901
RCSD del Caso de Calificación de Operadora 1	2.32
Bloqueo	1.20
Distancia de Bloqueo	1.93
Dividendos de operadora 1	34,099
FEDSD del Caso de Calificación de Operadora 2	60,000
Servicio de la Deuda operadora 2	28,491
RCSD del Caso de Calificación de Operadora 2	2.11
Bloqueo	1.20
Distancia de Bloqueo	1.75
Dividendos de operadora 2	31,509
FEDSD del Caso de Calificación de Operadora 3	20,000
Servicio de la Deuda operadora 3	12,950
RCSD Caso de Calificación de Operadora 3	1.54
Bloqueo	1.35
Distancia de Bloqueo	1.14
Dividendos de Operadora 3	7,050
Dividendo Total	72,658
FEDSD del Caso de Calificación de Tenedora	72,658
Servicio de la Deuda de tenedora	44,709
RCSD del Caso Calificación de Tenedora	1.63
RCSD del Caso de Calificación Consolidado	1.25
Distancia de bloqueo mínimo de Operadora	1.14
¿Desencadena un Incumplimiento?	No
Segundo Más Bajo	1.75
¿Desencadena un Incumplimiento?	Sí
Distancia de Bloqueo Utilizada	1.75

Perfil independiente de la compañía tenedora fuerte (1.63x RCSD)

Distancia de bloqueo para compañía operativa 3, pero no generaría incumplimiento de la compañía tenedora en caso de bloqueo

Bloqueo para compañía operativa 2 generaría incumplimiento; por lo tanto, la distancia a bloqueo utilizada para la compañía tenedora es la de la compañía operativa 2 (1.75x)

Perfil consolidado no consistente con el grado de inversión (1.25x)

Parece indicar una calificación de categoría 'BB' para la compañía tenedora

Impulsado por perfil consolidado

Varias Operadoras

($000)	
RCSD del Caso de Calificación de Tenedora	1.63
RCSD del Caso de Calificación Consolidado	1.25
Distancia de Bloqueo	1.75

Fuente: Fitch Ratings

Apéndice E — Factores que Distinguen entre Calificaciones de Corto Plazo

Las calificaciones de corto plazo son relativamente raras en el portafolio de infraestructura y se han asignado tradicionalmente aplicando los principios de la tabla general de correspondencia de calificaciones. Por su naturaleza, Fitch no espera asignar calificaciones de corto plazo a las entidades de financiamiento de proyectos.

Para los emisores de infraestructura a los cuales se les asignan calificaciones de corto plazo, la calificación de corto plazo más alta se asignará en función de la combinación de tres factores, a saber, la fortaleza de la razón de liquidez, la evaluación del riesgo de ingresos y la estructura de la deuda. Los umbrales detallados en esta metodología para lograr la opción de calificación de corto plazo más alta solo se aplican a las calificaciones en escala internacional. Para las calificaciones de corto plazo asignadas en escala nacional, Fitch generalmente tomaría la menor de las dos opciones disponibles.

Fitch asignaría la calificación de corto plazo más alta cuando el riesgo de ingresos se evalúe como Fuerte, la estructura de la deuda se evalúe como al menos de nivel Medio y el índice de liquidez sea más alto que el indicado en la tabla a continuación. Cuando el riesgo de ingresos se evalúa a través de sus componentes de volumen y precio, Fitch asignaría la calificación de corto plazo más alta cuando se evalúa como Fuerte y el otro como al menos de nivel Medio. Para los emisores calificados a largo plazo en 'A' o 'A+', la calificación de corto plazo más alta podría asignarse a una razón de liquidez más baja, si ambos componentes de riesgo de ingresos se evalúan como Fuertes.

No bajaríamos automáticamente la calificación de corto plazo a la línea base si un emisor presenta planes claros para rectificar su posición de liquidez, en caso de que su índice de liquidez cae por debajo del umbral en el año externo definido en la tabla a continuación. Del mismo modo, no consideraríamos subir la calificación si pensáramos que las razones de un índice de liquidez fuerte son de naturaleza temporal.

Umbrales para Calificaciones de Corto Plazo con Más Altas - Infraestructura y Financiamiento de Proyectos

Calificación de Corto Plazo Más Alta	Razón de Liquidez (x)	Años Proyectados en Cumplimiento	Riesgo de Ingresos	Riesgo de Ingresos: Volumen	Riesgo de Ingresos: Precio	Estructura de la Deuda
A+/F1+ A/F1+	>1.25	2 3	—	Fuerte	Fuerte	Al menos Medio
A+/F1+ A/F1+ A–/F1 BBB+/F1 BBB/F2	>2 para cada año	2 3 2 3 2	Fuerte	Una Fuerte La otra al menos en nivel Medio		

Fuente: Fitch Ratings.

La razón de liquidez se calcula en el caso de Fitch Ratings de la siguiente manera:

Efectivo disponible del año anterior + líneas de crédito comprometidas disponibles + flujo de fondos libre del año actual si es positivo

Líneas de deuda y crédito con vencimiento en el año actual + flujo de fondos del año actual si es negativo

Para calcular las razones de liquidez para el primer año de proyección, asumimos que todas las líneas comprometidas se disponen en ese año. El efectivo disponible de los años subsiguientes incluye cualquier producto de la línea de liquidez comprometida que no se haya utilizado en el año anterior para financiar deuda vencida, líneas de crédito o flujo de fondos libre negativo.

Definiciones (Específicas para la Metodología de Calificaciones de Corto Plazo de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos)

Flujo de Efectivo Disponible (FED)	Flujo de efectivo disponible para el servicio de la deuda (FEDSD) menos intereses pagados menos dividendos comunes más flujo total de efectivo no operativo y no recurrente. Excluye recompra de acciones / dividendos especiales y adquisición o desinversión de negocios (excepto cuando está cerrado pero aún no se ha liquidado).
Efectivo Fácilmente Disponible	Efectivo más cuentas de reserva del servicio de la deuda más valores negociables, menos efectivo reportado como restringido o bloqueado menos efectivo considerado por Fitch como no fácilmente disponible. En el primer año de proyección, el efectivo fácilmente disponible incluirá cualquier emisión de deuda real que haya ocurrido hasta la fecha.
Valores Negociables	Fitch reduce el valor de los diferentes tipos de instrumentos financieros clasificados como valores negociables en función de sus características, como la vulnerabilidad a los cambios en las tasas de interés y la inflación y la liquidez del mercado, independientemente de las calificaciones que los instrumentos puedan tener, ya que estas características impulsadas por el mercado generalmente no se incluyen en una calificación crediticia.

Dado que la traducción de esta metodología aplica a nivel regional en Latinoamérica, los decimales se indican con punto y los millares con coma para efectos de estandarización de separadores nominales. Además, se usa la palabra calificación en lugar de clasificación, así como bursatilizaciones en lugar de titularizaciones o securitizaciones, 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 afirmo una calificación o una proyección.

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

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

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

Derechos de autor © 2022 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.