Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas

Metodología Maestra

Alcance

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

Reportes de metodología adicionales, incluyendo aquellas específicas a un sector, una clase de pasivo, una clase particular de riesgo intersectorial o una forma particular de estructura corporativa, complementan la aplicación de esta Metodología Maestra y están disponibles en fitchratings.com.

Factores Clave de Calificación

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

Factores Clave de Calificación

Perfil de riesgo del sector	Perfil financiero
Riesgo país	• Rentabilidad
Administración y gobierno corporativo	• Estructura financiera
Perfil de negocio	• Flexibilidad financiera

Fuente: Fitch Ratings

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

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

Enfoque de Calificación

La "Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas" proporciona un marco global que guía las calificaciones de Fitch para emisores corporativos de forma que la diversidad y el dinamismo global del sector corporativo puedan ser vistos sobre una base común. Las compañías pueden abarcar

Contenido

Alcance 1
Factores Clave de Calificación 1
Enfoque de Calificación 1
Perfil de Riesgo del Sector y Riesgo País 2
Estrategia de la Administración y Gobierno Corporativo 3
Estructura del Grupo 4
Perfil de Negocio 5
Perfil Financiero 5
Tratamiento del Riesgo de Evento 8
Pago por Causa de Fuerza Mayor 9
Período de Gracia 9
Calificaciones de Corto Plazo de Finanzas Corporativas 9
Modelo de Opinión Crediticia Corporativa 11
Información y Limitaciones 12
Supuestos para la Sensibilidad de Calificación 14
Variaciones Metodológicas 15
Divulgación Metodológica 15
Apéndice 1: Principales Ajustes Analíticos 17
Apéndice 2: Guía de Indicadores Crediticios 42
Apéndice 3: Aproximación a Dificultades en las Categorías de Calificación Más Bajas (Solo para Calificaciones en Escala Internacional) 47
Apéndice 4: Canje Forzoso de Deuda 54
Apéndice 5: IDR en Moneda Local, IDR en Moneda Extranjera, Entorno Operativo, Calificación Soberana y Techo País (Solo para Calificaciones en Escala Internacional) 56
Apéndice 6: Calificaciones por Encima del Techo País 57
Apéndice 7: Calificación de las Sociedades de Inversión 63
Apéndice 8: Navegadores de Sector 72
Apéndice 9: Señales de Vulnerabilidad Climática 72

Este reporte de metodología reemplaza aquel con el mismo título publicado en diciembre de 2022. Asimismo, es una traducción del reporte de metodología "Corporate Rating Criteria", publicado en noviembre de 2023.

Analistas

Maude Tremblay - Metodología
+1 312 368 3203
maude.tremblay@fitchratings.com

Megan Neuburger – EE. UU.
+1 212 908 0501
megan.neuburger@fitchratings.com

Alex Griffiths – EMEA
+44 20 3530 1709
alex.griffiths@fitchratings.com

Joe Bormann – Latinoamérica
+1 312 368 3349
joe.bormann@fitchratings.com

Buddhika Piyasena - APAC
+65 6796 7223
buddhika.piyasena@fitchratings.com

Jeremy Carter - Global
+44 20 3530 1391
jeremy.carter@fitchratings.com

múltiples industrias, algunas de las cuales son muy pequeñas y presentan características idiosincráticas, y generalmente también enfrentan fuerzas de mercado.

Partiendo del rango de categorías de calificación más adecuado para el perfil de riesgo sectorial del corporativo, el análisis del riesgo país y de las características operacionales y financieras del emisor permite a los comités de calificación determinar el grupo de pares más apropiado y, tomando en cuenta comparaciones históricas y de proyección, reduce el resultado de la calificación a un nivel específico de escalón (*notch).* Es probable que los emisores con calificaciones altas de grado de inversión demuestren una gran flexibilidad financiera y operativa. Las calificaciones pueden estar limitadas en sectores que muestran mayor volatilidad en el desempeño de sus indicadores crediticios, en comparación con otros durante ciclos normales.

Aunque el riesgo climático no es capturado como un factor de calificación por separado, Fitch considerará si la relevancia de cualquier factor de calificación debería ser también influenciado por el riesgo generado por el cambio climático. El análisis de Fitch se enfocará en las entidades dentro de los sectores más expuestos a riesgos climáticos de largo plazo. Los riesgos relacionados con el clima evolucionan, pueden impactar una organización y manifestarse, algunas veces, de formas impredecibles. [*Para mayor detalle respecto a los riesgos relacionados con el clima, ver Apéndice 9*].

Navegadores de Sector

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

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

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

No Aplicación de Navegadores: El uso de navegadores es poco probable cuando el emisor es evaluado bajo la "Metodología de Calificaciones en Escala Nacional" o cuando los factores del Navegador no reflejan adecuadamente el perfil de riesgo del emisor (por ejemplo, un emisor que combina múltiples sectores y ninguno es dominante).

Perfil de Riesgo del Sector y Riesgo País

Perfil de Riesgo del Sector

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

Aunque los sectores difieren en gran medida (y los emisores pueden combinar a menudo una variedad de sectores en sus operaciones), el perfil de riesgo de sector contenido en los Navegadores proporcionan un rango típico de calificación individual para emisores en una variedad de industrias. El umbral superior del rango no es un tope de calificación individual rígido para los emisores en la industria. Sin embargo, se esperaría que un emisor que esté calificado por encima de dicho límite

Los reportes de metodología vigentes en español mencionados a lo largo de este reporte de metodología pueden consultarse dando clic aquí.

Metodologías Relacionadas

Sector Navigators – Addendum to the Corporate Rating Criteria

Corporates Recovery Ratings and Instrument Ratings Criteria

Country-Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria

Metodología de Tratamiento y Escalonamiento de los Instrumentos Híbridos de Empresas Corporativas

Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria

Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno

Metodología de Calificación de Soporte Parcial de Crédito por Terceras Partes

Sukuk Rating Criteria

Metodología de Calificaciones en Escala Nacional

Aircraft Enhanced Equipment Trust Certificates Rating Criteria

DIP (Debtor-in-Possession) Rating Criteria

claramente destaque de forma positiva en la mayoría de las características de negocio y financieras. Es poco probable que un emisor sea calificado de manera individual en más de un par de *notches* por encima del umbral superior.

Riesgo País

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

Entorno Operativo

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

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

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

En los mercados emergentes, especialmente, el EO puede resultar en un perfil de calificación de uno a dos *notches* más bajo, dependiendo del nivel de desafío que plantee dicho entorno. Esta calificación sería efectivamente la calificación subyacente del emisor, antes de cualquier consideración del techo país.[*Para mayor detalle respecto al enfoque de Fitch del EO, ver Apéndice 8*].

Riesgo de Transferencia y Convertibilidad

Los techos país de Fitch representan una restricción general de las calificaciones en moneda extranjera de un emisor donde el techo país relevante es menor que 'AAA'. Un techo país puede ser superado en ciertas circunstancias, como se detalla en el Apéndice 6. En casos extremos, una calificación puede estar limitada a un nivel inferior al Techo País.

Los techos país son una evaluación del riesgo de TyC, que captura el riesgo de la imposición de controles de cambio que podrían prevenir o impedir sustancialmente la capacidad del sector privado de convertir moneda local en moneda extranjera. Asimismo, consideraciones de TyC no afectan las calificaciones en moneda local. [*Para mayor detalle, ver "Country Ceilings Criteria"*].

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

Consulte el Apéndice 5 para obtener una descripción sobre cómo se relacionan entre sí la IDR en moneda extranjera, la IDR en moneda local, el entorno operativo, el techo país y la calificación soberana. [*Para mayor detalle respecto a cómo el riesgo de TyC afecta a las compañías de inversión, ver Apéndice 7*].

Estrategia de la Administración y Gobierno Corporativo

Estrategia de la Administración

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

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

Gobierno Corporativo

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

El gobierno corporativo opera como una consideración asimétrica. Donde este se considere adecuado o fuerte, típicamente tiene poco o no tiene impacto sobre las calificaciones crediticias del emisor. En cambio si se observa una deficiencia, puede haber un impacto negativo en las calificaciones. El Apéndice 8 muestra características de gobernanza que es probable que sean neutras o negativas para la calificación,

Gobierno y Estructura de Grupo

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

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

Transparencia Financiera

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

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

Estructura del Grupo

Relaciones entre Entidades del Grupo

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

Las compañías individuales dentro del grupo corporativo pueden tener una calificación diferente a las del resto del grupo, en cuyo caso Fitch evalúa los vínculos del grupo según la metodología "Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria".

Cuando las entidades de propósito especial se usan como vehículos de financiamiento de emisión de deuda y no tienen operaciones, Fitch generalmente califica la deuda garantizada del emisor con base en las calificaciones del garante. Fitch considera que una garantía es completa y adecuada para la

deuda garantizada a la cual se asignan las calificaciones del garante si cubre 100% de los pagos de principal más todos los intereses acumulados hasta el punto en que se han cubierto todos los pagos de principal.

Cuando no se utiliza un enfoque consolidado, por ejemplo, debido a intereses minoritarios importantes, Fitch generalmente considera la sostenibilidad y predictibilidad de las fuentes de ingresos de los emisores (incluyendo el total del efectivo dentro del grupo y los dividendos condicionales que se pagan a la matriz) utilizados para servir su deuda, la calidad crediticia de las entidades relevantes y su contribución al perfil financiero del grupo. [*Para mayor detalle, ver en Apéndice 1 el ajuste 6, "Ajuste de Perfiles Consolidados para Estructuras Grupales*].

Perfil de Negocio

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

Perfil Financiero

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

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

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

Sin embargo, cuando es más probable que el pago de la deuda provenga de la venta de activos que del flujo de efectivo generado por las operaciones, como por ejemplo, en los sectores inmobiliarios o sociedades de inversión, y el valor de los activos está basado en datos suficientemente confiables, Fitch puede tomar en cuenta indicadores basados en el balance general, como la razón deuda a valor de un activo (LTV; *loan-to-value*).

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

Referencias Específicas Sectoriales: Las métricas crediticias no se utilizan de una manera determinada para asignar calificaciones, dado que se pueden extraer diferentes conclusiones de un mismo indicador o razón, dependiendo del sector bajo revisión. En el apéndice de metodología "Sector Navigators – Addendum to the Corporate Rating Criteria", Fitch especifica indicadores financieros consistentes con las diferentes categorías de calificación para diversos sectores, ya sea a nivel regional o global.

Enfoque Prospectivo a través del Ciclo

Modelo de Monitoreo y Proyección Corporativa

Los pronósticos corporativos se facilitan por el Modelo de Monitoreo y Proyección Corporativa (COMFORT). El COMFORT es un modelo de proyección que utiliza el balance general, estado de

resultados y estado de flujos de efectivo para proyectar los indicadores clave de la metodología de calificaciones corporativas, de manera consistente a nivel internacional, para generar proyecciones financieras específicas de cada emisor, en consonancia con las metodologías de Fitch para su uso en los comités de calificación. El modelo no emplea ninguna técnica de modelación estadística ni se aplican supuestos de proyección estándar.

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

Escenarios Base y de Estrés

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

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

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

También se realiza un escenario de estrés, definido como aquel que puede causar una baja de calificación de al menos un *notch*. De manera alternativa, Fitch podría optar por preparar el caso de estrés basándose en un escenario de desaceleración macroeconómica definido a nivel central, o bien, en supuestos de estrés específicos de un sector; por ejemplo, una caída de los costos de las materias primas para el sector de extracción.

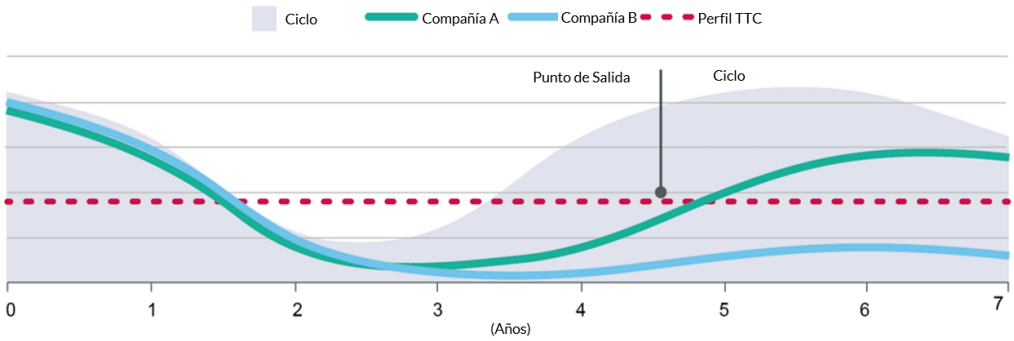
Enfoque "A través del Ciclo"

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

La gráfica de abajo muestra dos ejemplos de "calificación a través del ciclo" . La compañía A se ve afectada o impactada durante una recesión, pero se estima que recupere su perfil a través del ciclo, representado por la línea punteada, en el "punto de salida" de 18 a 24 meses después de la recesión. La línea punteada representa parámetros (cuantitativos y cualitativos) consistentes con un nivel de calificación particular.

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

Calificación "A Través del Ciclo"



Fuente: Fitch Ratings

Aplicación a Compañías de Materias Primas

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

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

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

Flujo de Efectivo y Rentabilidad

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

Si bien las utilidades constituyen la base del flujo de efectivo, se hacen ajustes a rubros, como provisiones no-monetarias y las reservas para contingencias, castigo de activos sin impacto en el efectivo y cargos no recurrente. Por favor, vea el Apéndice 2 para más detalle.

Estructura Financiera

Fitch analiza la estructura financiera para determinar el nivel de dependencia de un emisor del financiamiento externo. Diversos factores son considerados para evaluar las implicaciones

crediticias del apalancamiento financiero de un emisor, incluyendo la naturaleza de su entorno de negocio y la rentabilidad inherente de su operación (véanse en el Apéndice 2).

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

Véanse en el Apéndice 1 los ajustes estándar aplicables a los corporativos.

Flexibilidad Financiera

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

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

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

Tratamiento del Riesgo de Evento

"Riesgo de evento" es un término utilizado para describir el riesgo de un evento típicamente imprevisto que, hasta que el evento sea explícito y definido, se excluye de las calificaciones existentes. Los riesgos de eventos pueden desencadenarse externamente, por ejemplo, a través de un cambio en la ley, un desastre natural o una oferta de compra hostil de otra entidad, o internamente, como un cambio en la política de la estructura de capital, una adquisición importante o una reestructuración estratégica. El riesgo de fusiones y adquisiciones ha sido estadísticamente el riesgo de evento más común y sirve como ejemplo de cómo el riesgo de evento se incorpora para las calificaciones.

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

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

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

Evento	Incorporación en la Calificación
del costo o de la combinación prevista de las fuentes de fondeo.	Perspectiva o de calificación, dependiendo de la evaluación de Fitch de los objetivos probables, tamaños de oferta, valoraciones, el historial de combinaciones de fuentes de fondeo, y la flexibilidad de apalancamiento de la compañía.

Fuente: Fitch Ratings

Pago por Causa de Fuerza Mayor

La falta de pago puntual en caso de interrupciones operativas de pago por causas ajenas al emisor (por ejemplo, disturbios civiles, catástrofes naturales, ciberataques, fallos de la infraestructura financiera u otras causas de fuerza mayor que afecten al proceso de pago en sí) podría no representar inmediatamente un impago. No obstante, Fitch esperaría normalmente que un impago prolongado de esta naturaleza se considerara un impago del emisor, una vez transcurridos a más tardar 30 días naturales, y se podrían adoptar medidas de calificación sobre las calificaciones del emisor y/o de la obligación durante ese período de 30 días.

Transcurridos 30 días naturales desde el impago de una obligación financiera a consecuencia de una interrupción operativa de esta naturaleza, la IDR se rebajaría normalmente a 'D' o a 'RD' y las obligaciones se calificarían usualmente en consonancia con la calificación de los valores sometidos a impago.

Ciertas formas de incumplimiento a causa de acciones gubernamentales (en particular, controles de capital, congelación de depósitos, estancamientos regulatorios, etc.), que si bien están fuera del control del emisor, podrían también considerarse como el inicio de un proceso de incumplimiento, las cuales Fitch considera en el análisis de riesgo país y marco de techo país.

Período de Gracia

Fitch considera un incumplimiento (indicado por un emisor en 'RD' o 'D', o una calificación en 'D') el impago efectivo de los intereses o del principal a su vencimiento y pagadero bajo los términos y condiciones de la obligación calificada (más un período de gracia del menor entre los 30 días naturales y el tiempo permitido según el documento de la transacción tras el impago). Cuando en el documento no se especifique ningún período de gracia, Fitch podrá calificar a un período de gracia alineado al de obligaciones similares en el mercado, pero generalmente no superior a 30 días naturales. En caso de impago causado por ciertas interrupciones operativas que no dependan del emisor del emisor [*ver sección anterior "Pago por Causa de Fuerza Mayor"*], Fitch concedería normalmente un período de gracia de hasta 30 días naturales antes de rebajar la calificación a impago.

Calificaciones de Corto Plazo de Finanzas Corporativas

El horizonte de tiempo de las calificaciones de corto plazo se refiere al perfil de liquidez continuo que se esperaría que la entidad calificada mantuviese durante el horizonte de tiempo de la IDR de largo plazo, por lo general un ciclo económico. Este enfoque pone menos énfasis en características favorables o desfavorables del perfil de liquidez cuando se consideran temporales.

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

Tabla de Correspondencia de Calificaciones

Calificación de Largo Plazo	Calificación de Corto Plazo
AAA to AA-	F1+
A+	F1 o F1+
A	F1 o F1+
A-	F1 o F2
BBB+	F1 o F2
BBB	F2 o F3
BBB-	F3
BB+ to B−	B
CCC to C	C
RD/D	RD/D

Fuente: Fitch Ratings

Diferencia Entre Calificaciones de Corto Plazo En Escala Internacional

Los navegadores de Fitch incorporan factores que tienen una relevancia específica para los riesgos a corto plazo y la liquidez. Estos se abordan principalmente en el factor de flexibilidad financiera.

El factor de flexibilidad financiera se utilizará para determinar la diferencia de las calificaciones de corto plazo entre la opción "base" y la opción "superior" en un pico, midiendo el grado en que el resultado del factor (generalmente medido en una escala de minúsculas 'aaa') excede a la calificación de largo plazo.

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

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

F1+	aa−
F1	a
F2	bbb+

Fuente: Fitch Ratings

Al derivar el factor de flexibilidad financiera general, los analistas otorgarán mayor importancia al subfactor de liquidez, con los otros subfactores (cobertura de cargo fijo/interés, disciplina financiera y exposición cambiaria) considerados si muestran una debilidad sustantiva.

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

- El factor de Estructura, que mide el apalancamiento y la estructura de capital a mediano y largo plazo, no es una debilidad sustancial para el emisor en relación con su IDR. Específicamente, el nivel del factor de estructura financiera tendría que obtener una puntuación igual o superior a los umbrales siguientes:

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

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

Cuando las calificaciones de largo plazo de un emisor se igualan con una matriz o patrocinador basadas en nuestra metodología de "Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria" o la "Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno", las calificaciones de corto plazo también se igualarán. Cuando la calificación de un emisor se respalde de manera descendente, se aplicará la más alta de las dos opciones de calificación de corto plazo, limitada a la calificación de corto plazo de la matriz de soporte o del accionista. Cuando la calificación de un emisor se respalda de manera ascendente, la opción de calificación de corto plazo se basará en la IDR del emisor, incluyendo el soporte. Las mismas consideraciones descritas anteriormente aplican para elegir entre la calificación de corto plazo más alta y más baja, con límite en la calificación de corto plazo de la matriz que brinda soporte.

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

F1+	a
F1	bbb
F2	bbb-

Fuente: Fitch Ratings

Modelo de Opinión Crediticia Corporativa

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

El CCOM utiliza un enfoque cuantitativo tanto para monitorear las opiniones crediticias (CO; *credit opinions*) previamente asignadas como para asignar nuevas MBCO. El CCOM es aplicado a compañías industriales (es decir, no financieras) que generalmente utilizan financiamiento apalancado, en el mercado medio de los EE. UU.

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

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

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

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

El modelo utiliza un cálculo de EBITDA que comienza con el EBITDA ajustado reportado por el prestatario, pero considera ajustes similares a los realizados en el EBITDA operativo de Fitch [*ver Apéndice 2*], sujeto a las limitaciones de información aplicadas a los MBCO.

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

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

Las CO derivados del MBCO son utilizados, de forma conjunta, como un insumo en la determinación de las calificaciones de obligaciones de préstamos garantizados del mercado medio (CLO; *collateralised loan obligation*). [*Para más detalles sobre las CO, incluyendo los diferentes estándares de información, vea los documentos publicados "Credit Opinions: Key Differences with Credit Ratings" (Febrero 2019) y "Definiciones de Calificación", disponibles en www.fitchratings.com*].

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

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

Fuente: Fitch Ratings

Información y Limitaciones

Contabilidad

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

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

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

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

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

Al preparar las proyecciones, se generan indicadores financieros para producir un resumen de la proyección que sea comparable con los indicadores financieros históricos. Estas proyecciones permiten una compresión mayor de la información al calcular indicadores financieros través de la consolidación.

Fuentes de Información

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

En cuanto a las señales de vulnerabilidad climática (Climate VS; Climate Vulnerability Signals), el escenario principal de riesgo regulatorio y político es el Escenario Político de Proyección de la Respuesta Política Inevitable (IPR; Inevitable Policy Response) que limita el calentamiento global a 2ºC. Este escenario se actualiza periódicamente, momento en el cual, por consiguiente, Fitch también actualizará su sector Climate VS. El escenario utilizado como base para el análisis de Fitch se describe en sus reportes respectivos a nivel de sector de Climate VS. La IPR es un consorcio que desarrolla escenarios en torno a la respuesta política al cambio climático. El escenario está disponible aquí.

Respecto al "Apéndice 6: Calificaciones por Encima del Techo País", los supuestos clave en los que se basa esta metodología se desarrollan mediante el análisis de precedentes históricos de controles de TyC de divisas impuestos por el gobierno y su impacto en la capacidad de las compañías para cumplir sus compromisos de divisas.

Uso de Información por parte de Fitch

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

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

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

En la mayoría de los casos, la información pública de un emisor importante en los mercados de capitales debe ser suficiente para que Fitch asigne una calificación.

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

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

- los perfiles operacionales y financieros de los emisores calificados evolucionan constantemente;
- nuevos y diferentes desafíos de factores macroeconómicos, de financiamiento o ambientales surgirán con el tiempo para los emisores calificados a través del tiempo, lo cual podría requerir de un énfasis mayor o menor en elementos de información específica en el cálculo de calificación.

Las propias metodologías de calificación de Fitch evolucionarán con el tiempo y, con ello, el énfasis relativo que se da a elementos específicos.

Si, por cualquier motivo, la información no alcanza un nivel aceptable, Fitch retirará las calificaciones afectadas. Un comité de calificación decidirá si la información disponible es lo suficiente y bastante sólida para permitir que se asigne una calificación.

Supuestos para la Sensibilidad de Calificación

Las opiniones de Fitch son prospectivas e incluyen la visión de la agencia sobre el desempeño futuro. Las calificaciones están sujetas a un ajuste positivo o negativo basado en el desempeño financiero y operacional actual y proyectado. La lista a continuación incluye, sin ser exhaustiva, las principales sensibilidades que pueden influir en las calificaciones y/o en la Perspectiva.

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

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

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

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

El riesgo por evento también podría tener implicaciones relevantes para las calificaciones de entidades corporativas.

Limitaciones de la Metodología de Finanzas Corporativas

Las calificaciones asignadas por Fitch, incluyendo las Observaciones y Perspectivas de calificación, están sujetas a las limitaciones especificadas en el documento "Definiciones de Calificación" en el sitio de Fitch.

Variaciones Metodológicas

Las metodologías de Fitch están diseñadas para ser utilizadas en conjunto con un juicio analítico experimentado ejercido a través de un proceso de comité. La combinación de metodologías transparentes, un juicio analítico aplicado transacción por transacción o emisor por emisor, así como una divulgación completa por medio de un comentario de calificación, fortalecen el proceso de calificación de Fitch a la vez que ayuda a los participantes del mercado a entender el análisis detrás de nuestras calificaciones.

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

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

Divulgación Metodológica

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

- La sección de Derivación de Calificación que explica la posición de la calificación del emisor en relación con las de sus pares y/o los umbrales del Navegador, y describe consideraciones adicionales que afectan la calificación no incluidas en el Navegador. Esto incluye en particular consideraciones metodológicas intersectoriales como el techo país o vínculos entre matriz y subsidiaria o entidades relacionadas con el gobierno. Las calificaciones que están fuera del rango centrado de tres *notches* respecto a cualquier combinación de puntos medios de los factores clave del Navegador serán explicados en esta sección.
- Para Climate VS: En los informes de calificación, Fitch divulga las Climate VS del emisor, y, si es 45 o superior para 2035, posteriormente divulga además la naturaleza de los riesgos climáticos potenciales para el emisor, y si estos riesgos se incorporan directamente en la derivación de la calificación; de ser así, cómo y con qué impacto; y si no, por qué no. También divulgará cómo los planes de transición publicados por el emisor, en caso de haberlos, podrían afectar la solvencia del emisor. Cuando los riesgos climáticos relevantes para la solvencia sean un factor clave de la calificación (FCC), eso se divulgará en el comentario de acción de calificación (RAC; *rating action commentary*).La elección del múltiplo de arrendamiento utilizado si se desvía de forma importante de los múltiplos convencionales descritos en el Apéndice 1.
- Al ajustar los intereses minoritarios como se describe en el Apéndice 1, Fitch divulgará cuándo se utilizan los ingresos netos atribuibles a los minoritarios para ajustar las métricas de cobertura y apalancamiento basadas en el EBITDA como enfoque alternativo, en lugar de los dividendos.
- Al determinar si el Techo País aplicable para una multinacional, se utilizará como aproximación el desglose de activos e ingresos por país, combinado con el margen de ganancia típico por tipo de negocio, cuando no se disponga de un desglose detallado del EBITDA por país de origen.
- El Techo País aplicable cuando se supera.
- Cuando un alza por encima del Techo País se respalda en la cobertura del servicio de la deuda externa en divisas fuertes en el horizonte de calificación de manera continua. Fitch informará cuando los umbrales no se alcancen en un año en particular, pero sí sean lo suficientemente sólidos en promedio como para permitir el alza en un *notch*.
- Cuando se ha permitido un alza de más de tres *notches* por encima del Techo País porque una matriz extranjera fuerte que brinda soporte, además de operaciones multinacionales

sustanciales, garantiza que la compañías dispone de fuentes de financiación claras fuera del ámbito del Techo País o Techos País aplicables.

Cuando Fitch califique sociedades de inversión y no evalúe la fortaleza crediticia de al menos 85% del valor de la cartera, se hará pública la proporción del valor de la cartera que se evalúa y la razón por la cual no se ha alcanzado el umbral de 85%, además de que se explicará por qué el hecho de no alcanzar el umbral no repercute en la calificación de la sociedad de inversión.

- Una descripción de aquellos factores más relevantes para la acción de calificación individual.

Apéndice 1: Principales Ajustes Analíticos

Como reflejo de la naturaleza agregada y aproximada de los datos iniciales, Fitch aplica una serie de ajustes comunes, descritos a continuación. Los ajustes que no sean significativos para el análisis crediticio no tienen que realizarse.

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

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

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

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

1. Arrendamientos

Enfoque Analítico

Enfoque Neutral en Tratamiento Contable, Independientemente de Normas Contables

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

Los Costos de Arrendamiento son Tratados como Gasto Operativo

La Norma Internacional de Información Financiera 16 (NIIF 16) difiere en el tratamiento de los costos de arrendamiento en los estados de resultados y de flujos de efectivo. En el estado de resultados, los costos se reportan como depreciación de un activo arrendado y costos por intereses sobre el pasivo por arrendamiento. En el estado de flujo de efectivo, se muestran los pagos de capital e intereses relacionados con el pasivo por arrendamiento. Si bien las NIIF ofrecen cierta flexibilidad en la clasificación de los costos por intereses (flujos de efectivo operativos o financieros), Fitch espera que ambos se clasifiquen con mayor frecuencia en actividades de financiamiento.

A diferencia de las NIIF, los US GAAP aplican una revelación separada entre los arrendamientos financieros y los arrendamientos operativos, y tratando los costos del arrendamiento operativo como un gasto en ambos estados.

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

Los Arrendamientos No se Clasifican como Deuda en la Mayoría de los Sectores

Fitch no clasifica los pasivos por arrendamientos, incluidos los pasivos por arrendamientos financieros según los US GAAP, como deuda en cualquier sector que no sean las líneas aéreas y el transporte marítimo. Al contrario, estos pasivos se clasifican como "otros pasivos" en lugar de deuda.

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

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

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

Múltiplo (renta 8x)	Como cantidad reportada (NIIF 16 / ASC 842)	Costo de Operación (Opex) (deuda de arrendamiento excluida del apalancamiento total)
Genérico Venta minorista de alimentos Venta minorista no alimentaria Hoteles Empresas de restaurantes Juego de azar Proveedores de Servicios de Salud	Aerolíneas Navieras Genérico (solo transporte)	Aeroespacial Bebidas alcohólicas Bienes Raíces en APAC / REITS Redes de servicios públicos reguladas en Asia-Pacífico Servicios públicos en Asia-Pacífico Redes de servicios públicos reguladas en Australia Proveedores de automóviles Fabricantes automotrices Materiales de construcción Productos de construcción Productos químicos Desarrolladores de proyectos inmobiliarios de China Empresas de procesamiento y comercialización de productos básicos Productos de consumo Industrias diversificadas y bienes de capital Bienes Raíces y Propiedades en EMA Redes reguladas en EMEA Servicios públicos en EMEA Ingeniería y construcción Genérico Personal médico Servicios públicos de Latinoamérica Bienes Raíces de Latinoamérica Medios de comunicación Dispositivos médicos, diagnóstico y productos Ductos Minería Bebidas no alcohólicas Servicios para Norteamérica Compañías de producción de petróleo y gas Refinación de petróleo y comercialización Servicios de campos petroleros Comida empaquetada Productos farmacéuticos Proteína Servicios Servicios prestados en sitio Acero Tecnología Telecomunicaciones Compañías de tabaco REIT y REOC de renta variable de EE. UU. Constructores de viviendas de EE. UU.

APAC – Región de Asia Pacífico. EMEA – Región de Europa, Medio Oriente y África. REITS – Fideicomisos de bienes raíces; *real estate investments trusts*. REOC – Compañías operativas inmobiliarias; *real estate operating companies*.
Fuente: Fitch Ratings

Dada la amplia variabilidad en las compañías que pueden usar el Navegador Genérico, los emisores que se incluyen en este Navegador de Sector tienen la opción de usar el enfoque de múltiplo o gastos

operativos (opex). El enfoque adoptado dependerá del grado de dependencia en bienes inmuebles. Si el emisor depende en gran medida de bienes inmuebles y este constituye un elemento central de sus operaciones, es probable que el enfoque de múltiplo sea más apropiado. La elección del enfoque y la justificación se detallarán en los informes de Fitch sobre el emisor.

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

Resumen de Ajustes

Las tablas a continuación resumen los ajustes generales que Fitch hace a los estados financieros.

Ajustes NIIF

Cuenta	Tratamiento
Balance General	
Activos por derecho de uso	Sin ajuste al balance general.
Pasivos por arrendamiento	Sin ajuste al balance general, clasificar como otros pasivos diferente a deuda.
Estado de Resultados	
Depreciación de los activos por derecho de uso (a)	Reclasificar como gastos de arrendamiento.
Intereses por pasivos por arrendamiento (b)	Reclasificar como gastos de arrendamiento.
Estado de flujo de efectivo	
Pago del elemento principal de los pasivos por arrendamiento (flujos de efectivo de actividades de financiación)	Reclasificar una cantidad igual a (a) como costos de arrendamiento operativo en efectivo (una reducción en los flujos de efectivo por actividades de operación).
Intereses pagados sobre pasivos por arrendamiento	Reclasificar una cantidad igual a (b) al gasto de arrendamiento operativo en efectivo (una reducción en los flujos de efectivo por actividades de operación). [a]
Métricas crediticias	
Para sectores en los que los ajustes de arrendamiento todavía se consideran relevantes	Calcule la deuda equivalente del arrendamiento como (a + b), multiplique por un múltiplo (8x por default) y agregue a la deuda en las métricas ajustadas por arrendamiento. Para el transporte, sustituya con los pasivos por arrendamiento de la NIIF 16 / ASC 842.
Para todos los sectores, si es relevante por el Navegador Sectorial	Calcule la cobertura de interés del FGO y la cobertura de cargo fijo del FGO con (a + b) clasificado como un costo fijo.

[a] A menos que ya esté clasificado como una salida de efectivo por actividades de operación.
Fuente: Fitch Ratings

Ajustes de los US GAAP

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

Fuente: Fitch Ratings

Consulte el apartado de "Ejemplos Desarrollados" en la subsección posterior "Arrendamientos de Corto Plazo" para ver ejemplos de los ajustes de Fitch a los informes NIIF 16 y US GAAP.

Sectores de Capitalización de Arrendamiento Distintos del Transporte

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

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

Fitch capitaliza este número, en adelante denominado el "cargo por arrendamiento", utilizando un múltiplo para crear un equivalente de deuda. Este representa el nivel de financiamiento estimado para una compra hipotética del activo arrendado. Incluso cuando el activo puede tener una estructura de financiamiento de arrendamiento más corta, el equivalente de deuda de Fitch asume

una compra del activo por su vida económica total. Esto permite una comparación amplia entre entidades calificadas que contraen deuda para financiar un activo operacional y aquellas que lo han arrendado.

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

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

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

Fuente: Fitch Ratings

Fitch no realiza reajustes periódicos menores para agregar valor al análisis. La mayoría de los arrendamientos de las compañías son a largo plazo con perfil de amortizaciones de arrendamiento estable, por lo que las fluctuaciones de las tasas de interés generalmente no se traducen en cargos por arrendamiento significativamente más bajos o altos.

Sin embargo, Fitch diferencia y revisa periódicamente el múltiplo utilizado en países donde las tasas de interés son significativamente más altas o más bajas que en los países de referencia de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) como Alemania, Estados Unidos, Francia, Italia o Reino Unido. En estos países de referencia, el entorno de tasas de interés de 6%, utilizado para definir los múltiplos de arrendamiento, es bastante consistente con el rango de rentabilidad de los bonos gubernamentales a 10 años de 2.5% a 3.5%, más la prima de riesgo corporativo de buena calidad.

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

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

(incluyendo las primas de los arrendatarios) implícitos en los arrendamientos operativos o financieros, así como en los pagos absolutos del arrendamiento.

Múltiplos Estándar a de Capitalización de Arrendamiento de País Específico

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

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

Cuando No Capitalizar

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

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

Aerolíneas y Otros Sectores de Transporte

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

Fitch considera que los valores reportados proporcionan la medida más adecuada en este sector porque:

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

Otras Consideraciones Analíticas

Arrendamientos con Componentes Variables

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

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

Arrendamientos de Corto Plazo

Fitch excluye los costos de arrendamiento de corto plazo del cálculo de la deuda equivalente de arrendamiento. Los arrendamientos de corto plazo se definen como arrendamientos con un plazo de 12 meses o menos.

Ejemplos Desarrollados

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

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

- Costo de arrendamientos operativos en estado de resultados: 190

- Fitch asume que los pagos en efectivo y los pagos de rentas en el estado de resultados son los mismos (190). En realidad, es poco probable que el monto del gasto de arrendamiento sea exactamente el mismo que antes debido al efecto de la depreciación lineal y el interés no lineal.
- Intereses en efectivo pagados por todas las obligaciones de arrendamiento: 80 (clasificadas en flujo de efectivo por actividades de financiamiento con fines ilustrativos).
- Repago en efectivo del principal por obligaciones de arrendamiento: 110

Ajustes de Fitch -NIIF

(EUR millones)	Cierre de año 2018 nuevas NIIF	Arrendamiento de Fitch ajustado	Cierre de año 2018 ajustado	
Ingresos	1,000		1,000	
Costo de Venta (COGS)	0	-	0	
Gastos de Venta, Generales y Administrativos	-160	-190	-350	↓
Depreciación y Amortización (DyA) Arrendamientos	-110	110	0	
Otras DyA	-260	-	-260	
Total DyA	-370	110	-260	↑
EBIT	470	-80	390	↓
Gastos por intereses asociados con arrendamientos	-80	80	0	
Otros gastos por intereses	-90	-	-90	↓
Gastos por intereses totales	-170	80	-90	
EBT	300	-	300	↔
EBITDA	840	-190	650	↓
EBITDAR	840	-	840	↔
Estado de flujo de efectivo				
EBITDA	840	-190	650	↓
Interés en efectivo	-90	-	-90	
Impuesto en efectivo	0	-	0	
Otros elementos	0	-	0	
FGO	750	-190	560	↓
Cambios en Capital de Trabajo	10	-	10	
FCO	760	-	570	↓
Flujos de efectivo de actividades de inversión	-325	-	-325	
Porción de principal del gasto de arrendamiento	-110	110	0	
Porción de interés del gasto de arrendamiento	-80	80	0	
Otros flujos de efectivo de actividades financieras	-200	-	-200	
Flujos de efectivo de actividades financieras	-390	-	-200	↑

Ajustes de Fitch -NIIF

(EUR millones)	Cierre de año 2018 nuevas NIIF	Arrendamiento de Fitch ajustado	Cierre de año 2018 ajustado	
Disminución neta (-) / aumento (+) en efectivo	45	-	45	↔

Fuente: Fitch Ratings

Compañía B: Ajuste del FASB 842 al Tratamiento de Arrendamiento por Fitch (Estado de Resultados y de Flujo de Efectivo)

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

Supuestos:

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

Ajustes de Fitch – US GAAP

(USD millones)	2019 nuevos US GAAP	Arrendamiento de Fitch ajustado	2019 ajustado	
Ingresos	500		500	
Costo de Venta (COGS)	0		0	
Gastos de Venta, Generales y Administrativos (SG&A) (excluye arrendamientos)	-160	-35	-195	↓
Gastos de arrendamiento operativo	-40		-40	
Depreciación y Amortización (DyA) (excluyendo arrendamiento financiero)	-80		-80	
DyA de arrendamiento financiero	-20	20	0	↑
EBIT	200	-15	185	↓
Gastos por intereses asociados con el arrendamiento financiero	-15	15	0	↑
Otros gastos por intereses	-90		-90	
Total de gastos por intereses	-105	15	-90	↑
EBT	95	-	95	↔
EBITDA	300	-35	265	↓
EBITDAR	340		340	↔
Estado de flujo de efectivo				
EBITDA	300	-35	265	

Ajustes de Fitch – US GAAP

(USD millones)	2019 nuevos US GAAP	Arrendamiento de Fitch ajustado	2019 ajustado	
Intereses en Efectivo (Incluido el arrendamiento financiero)	-105	15	-90	
Impuesto en Efectivo	-20		-20	
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	175		155	↓
Flujo de Caja Operativo (FCO)	175	-20	155	
Flujos de Efectivo de Actividades de Inversión	-50		-50	
Amortización del Pasivo por Arrendamiento Financiero	-20	20	-	↑
Flujos de Efectivo de Actividades Financieras	-20	20	-	
Disminución Neta (-) / Aumento (+) en Efectivo	105	-	105	↔

Fuente: Fitch Ratings

2. Híbridos

Enfoque Analítico

Para más detalles, ver la metodología titulada "Corporates Hybrids Treatment and Notching Criteria".

La metodología "Corporates Hybrids Treatment and Notching Criteria" está dirigida a instrumentos híbridos adquiridos por inversionistas no afiliados y que se espera que ejerzan todos los recursos disponibles. Esta no aplica a las notas de pago en especie (PIK; *payment in kind*) de sociedades controladoras o préstamos de accionistas que:

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

Favor de ver el ajuste 7, "Notas de Pago en Especie de Sociedades de Inversión y Préstamos de Accionistas" para mayor detalle sobre el tratamiento de estos instrumentos.

3. Pensiones

Enfoque Analítico

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

Cuando los esquemas de pensiones son importantes para una empresa, Fitch refleja el impacto de estos principalmente en la modelación de su flujo de efectivo. Si se determina que un esquema de pensiones podría ser relevante para el análisis de las calificaciones, los analistas investigan aún más dicho esquema para determinar las posibles implicaciones de un déficit de pensiones en los pagos en efectivo que un emisor tiene programado hacer en dicho esquema. Las expectativas de incrementar los pagos en efectivo se reflejan en las proyecciones de Fitch para medir el efecto sobre el perfil crediticio general del emisor.

Impacto en las Métricas Crediticias

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

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

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

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

---

EBITDA + Alquileres + Costo de Servicio Actual

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

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

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

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

4. Deuda por *Factoring*

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

Cuando el *factoring* ha sido tratado por un emisor como una venta de activos (por ejemplo, no tratado como deuda en el balance general), y siempre que la información sea suficiente y confiable de

manera consistente, Fitch revertirá el tratamiento contable y ajustará los estados financieros como se establece a continuación para su propósito analítico.

Balance General

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

Estado de Flujo de Efectivo

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

Exclusión de Ajuste de Factoring

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

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

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

Tratamiento de Líneas de Factoring en el Análisis de Liquidez

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

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

Factoring Inverso

A diferencia de las líneas de *factoring*, Fitch aborda el factoraje con proveedores (*factoring* inverso) como si fueran líneas de deuda ordinarias y, por tanto, no se les asigna un carácter prioritario extraordinario. Su manejo en el análisis de ajustes financieros y recuperación dependerá, por tanto, de la evaluación de Fitch de su antigüedad relativa, basada en sus características estructurales, contractuales o prácticas.

Siempre que haya una revelación de información suficiente y confiablemente consistente, Fitch ajustaría la deuda por la extensión en días de cuentas por pagar que resultara de una transacción de

factoring inverso, si los días en cuentas por pagar resultantes fueran considerablemente mayores que los usuales según la práctica normal de la industria.

Por ejemplo, asumiendo que el saldo pendiente del *factoring* inverso es de EUR100 millones con una extensión de días de cuentas por pagar de 60 a 180 días, Fitch consideraría que la extensión de 120 días es similar a una deuda financiera y añadiría entonces a la deuda financiera 120/180 del saldo pendiente, es decir, EUR67 millones.

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

Balance General

- Pasivos: la sección correspondiente del balance general disminuye por el monto de la extensión de los pasivos factorizados en la fecha de cierre.
- Pasivos: la línea de deuda relevante (generalmente, "otras deudas sin garantía") se incrementa en la misma cantidad.

Estado de Flujo de Efectivo

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

5. Ajustes de Efectivo

Enfoque Analítico

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

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

El concepto de efectivo "disponible" para la entidad calificada también toma en cuenta, cuando sea factible y revelado, en dónde está ubicado el efectivo dentro del grupo o jurisdicción y si existen costos sustanciales (en particular, impuestos), mecanismos de pago de dividendos contractuales permitidos o controles de capital que afecten su disponibilidad para la entidad calificada.

Descuentos para Diversos Tipos de Instrumentos

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

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

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

Efectivo y Equivalentes de Efectivo, Títulos Valores Negociables

Descripción (% de valor nominal)	Ajuste Corporativo de Efectivo Disponible
Efectivo	100
Depósitos de Efectivo/Certificados de Depósito Bancarios	100
Bonos Gubernamentales	100
• Independientemente del vencimiento (depósitos programados a 6 o más de 12 meses), los depósitos pueden ser tratados como efectivo disponible. • Sujeto a revisión de riesgo de contraparte (es decir, no todo el efectivo depositado en bancos con calificación CCC). • Cuando los bonos/certificados de tesorería gubernamentales están en la categoría de calificación B o inferior, los montos que se invierten son tratados como capital como a continuación.	
Fondos de Bonos de Renta Fija con Grado de Inversión	70
Fondos de Bonos de Renta Fija y Alto Rendimiento Diversificados Fondo de Capital, Acciones	0-40
• Inicio en 0% del valor nominal, salvo que existan buenos fundamentos para un tratamiento de mayor porcentaje, que sea presentado a y acordado por el comité de calificación.	

Fuente: Fitch Ratings.

Ajustes Relacionados con Capital de Trabajo

Variación Interanual

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

De manera excepcional, las fluctuaciones del capital de trabajo pueden abarcar varios años. Fitch puede aplicar un ajuste similar al anterior a lo largo de los años afectados si existe una senda de recuperación o un calendario claro que respalde la naturaleza de transmisión de estas fluctuaciones a mediano plazo.

En cualquier caso, se espera que la compañía pueda hacer frente a sus obligaciones financieras reales a medida que venzan, a pesar de la naturaleza reguladora de estos ajustes.

Capital de Trabajo Negativo Sostenible

Cuando las empresas tienen requerimientos de capital de trabajo estructuralmente negativos, un incremento en su actividad se refleja en una entrada de efectivo. Por el contrario, una reducción en la base de ingresos equivale a una disminución de la posición de capital de trabajo negativa y salidas de efectivo.

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

Efectivo Restringido o Bloqueado

Fitch excluye el efectivo restringido del cálculo de sus métricas financieras. El efectivo restringido es el segregado para un propósito en particular. Por ejemplo, el pago de deuda u otros tipos de financiamiento, efectivo reservado por alguna contraprestación diferida, litigios o llamados de

margen o si está ubicado geográficamente en partes del grupo en las que no se tiene acceso al efectivo debido a controles de capital u otras restricciones. Por el contrario, el efectivo restringido para efectos de redimir algún instrumento de deuda específico puede ser reclasificado como efectivo disponible.

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

6. Ajuste de Perfiles Consolidados para Estructuras de Grupo

Enfoque Analítico

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

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

Sin embargo, factores como la estructura de propiedad, los acuerdos de financiamiento y las restricciones derivadas de la ubicación pueden ser tales que el perfil consolidado no muestre la fotografía más apropiada para analizar la calidad crediticia de la entidad jurídica calificada, generalmente la empresa matriz; en consecuencia, existe la necesidad de "restablecer los límites", en muchos casos con algún tipo de desconsolidación. La decisión de desconsolidar sería generalmente el resultado de la evaluación de un vínculo débil entre la matriz y la subsidiaria bajo la metodología de calificación "Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria".

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

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

Ajustes Financieros

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

Desconsolidación Total

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

Consolidación Proporcional

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

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

Ajuste por Intereses Minoritarios

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

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

7. Notas de Pago en Especie de Sociedades de Inversión y Préstamos de Accionistas

Esta sección se aplica a préstamos de accionista o préstamos con pago en especie (PIK; *payment in kind*) de la sociedad controladora), notas u otros instrumentos u/ obligaciones comunes en adquisiciones apalancadas (LBO; *leveraged buyout*) que:

- se emitan a nivel de una sociedad controladora fuera de un grupo restringido o,
- están en manos de inversores afiliados (por ejemplo, el patrocinador de capital privado en una transacción de LBO) cuyos intereses económicos y estratégicos se espera permanezcan alineados con los de los accionistas comunes. (por ejemplo: préstamos de accionistas)

Si un instrumento que recibe este ajuste se encuentra presente en una estructura financiera y legal del grupo, Fitch evaluará si tales instrumentos deberían ser tratados como deuda o no deuda de la entidad calificada. La prueba es si el instrumento incrementa la probabilidad de incumplimiento de la deuda de la entidad calificada.

El concepto de "entidad calificada" puede aplicar tanto a una sola entidad jurídica como a un grupo de entidades que toman un préstamo con garantías cruzadas y/o mecanismos de incumplimiento cruzado o con obligaciones de hacer y no hacer (*convenant restrictions)* de tal forma que la IDR refleje la probabilidad relativa de incumplimiento del grupo específico que incluirá a la entidad calificada. Este grupo de entidades particular es comúnmente denominado como "grupo restringido".

Fitch considera que los siguientes factores tienden a respaldar el tratamiento de préstamos con pago en especies de sociedades controladoras y préstamos de accionistas como no-deuda de la entidad calificada.

- Subordinación y Falta de Garantía: Se considera subordinación estructural de los instrumentos cuando son emitidos por una entidad fuera del grupo restringido y subordinación contractual cuando son emitidos por la entidad que emite la deuda en un LBO a través de un acuerdo entre acreedores, así como la ausencia de respaldo sobre (y garantías de) la entidad calificada.
- Pago de Intereses Distintos a Efectivo: Los instrumentos son de pago en especie de por vida (esto es, sin obligaciones de pago en efectivo de cualquier tipo), durante la vida de la transacción.
- Vencimiento Final de Más Largo Plazo: Los vencimientos finales efectivos de los instrumentos son de más largo plazo que cualquiera de los elementos de deuda de prelación más sénior en la estructura de capital de la entidad calificada.

Los factores que, por el contrario, favorecerían la inclusión de estos instrumentos en el cálculo del monto de deuda de la entidad calificada incluyen el inverso de las características detalladas arriba. Podrían ser complementados por elementos como la comercialización y transferibilidad del préstamo (principalmente relevante para los préstamos de accionistas) y el gran tamaño del instrumento en relación con la estructura de capital general del grupo.

Subordinación Estructural y Delimitación

Esto es clave al analizar el impacto que tendría el incumplimiento de un préstamo de pago en especie de sociedades controladoras o un préstamo de accionistas en la entidad calificada. En teoría, si el emisor del préstamo de pago en especie o de accionista está fuera del grupo restringido, entonces la subordinación estructural efectiva puede existir. Si el incumplimiento bajo un préstamo de pago en especie subordinado de una sociedad de inversión o de préstamo de un accionista no detonaría un incumplimiento en la entidad calificada, a través de un incumplimiento cruzado, aceleración cruzada u otro, entonces el incumplimiento en dicho instrumento no incrementaría la probabilidad de incumplimiento en la deuda de la entidad calificada.

Además, si existe una delimitación efectiva (es decir, la entidad calificada y sus activos pueden ser legalmente separados de otras empresas relacionadas y otorgar seguridad ejecutable sobre sus activos con respecto a los tenedores de la deuda senior y subordinada), la deuda fuera de la entidad

calificada no es legalmente una obligación de esta última y no aumenta su probabilidad de incumplimiento.

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

Siempre que los préstamos intercompañías otorgados por la sociedad controladora estén subordinados a todas las demás reclamaciones de la entidad calificada y sean efectivamente préstamos de accionistas profundamente subordinados, estos préstamos podrían entonces considerarse más afines a una reclamación de capital que a una de deuda.

La decisión final de tratar el instrumento como deuda o no deuda de la entidad calificada dependerá de otras características descritas en las siguientes secciones. En el contexto de una estructura de compra apalancada con acuerdo formal entre acreedores, los términos de este acuerdo son un determinante crucial en el análisis de calificación de Fitch. La agencia revisaría los términos de este documento y, de estar disponible, la opinión jurídica que lo acompaña, para tener una perspectiva en cuanto a la obligatoriedad de los términos entre acreedores, especialmente los acuerdos de subordinación, que varían de una jurisdicción a otra.

Respaldos y Garantías

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

Algunos préstamos de pago en especie de sociedad controladora o préstamos de accionistas que, aunque fueron emitidos por una sociedad controladora, podrían tener el beneficio adicional de instrumento con prelación subordinada sobre activos de la entidad calificada (por ejemplo, tercer grado de prelación después de los préstamos senior garantizados en primer grado y préstamos puente en segundo grado). En tal escenario, un incumplimiento bajo un préstamo de una sociedad controladora fuera de un grupo restringido o préstamo de accionista podría permitir a los tenedores de tal instrumento ejecutar la garantía sobre los activos de la entidad calificada lo cual podría, a su vez, detonar un incumplimiento de la deuda de la entidad calificada. Sin embargo, si los tenedores del préstamo del accionista o de una sociedad controladora fuera de un grupo restringido no cuentan de manera independiente con algún derecho de aceleración o tipo de ejecución, Fitch muy probablemente consideraría que aún existe subordinación suficiente para proteger a los acreedores sénior en la entidad calificada (siempre y cuando el paquete de garantías y los acuerdos de subordinación sean exigibles dentro de la jurisdicción correspondiente).

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

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

instrumento de grado especulativo, aumentando así la probabilidad de incumplimiento de la entidad calificada.

Pago en Especie de por Vida

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

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

Pago en Efectivo y Efectivo/Alternativas de PIK

Aunque los préstamos de pago en especie de sociedad controladora y los préstamos de accionistas son a menudo pago en especie de por vida, puede haber períodos de interés en este tipo de instrumentos que se vuelven pagaderos opcional u obligatoriamente en efectivo. En los casos donde los instrumentos PIK se conviertan en obligaciones de pago en efectivo forzoso, esta característica alternativa podría incrementar las obligaciones pagaderas en efectivo de la entidad calificada y de manera similar aumentar la probabilidad de incumplimiento de la entidad calificada. En la medida en que se asuma que las obligaciones de pagos en efectivo futuros serán cumplidas a través de flujo de efectivo de la entidad calificada (y se refleja tal como una obligación de pago de interés en efectivo en el modelo y análisis de la entidad calificada), luego tal alternativa de pago en efectivo pesaría en contra del tratamiento de capital.

En los casos en donde el prestatario tiene la opción, pero no la obligación a futuro de pagar intereses en efectivo, Fitch considera poco probable que se elija esta opción, ya que, una vez que la empresa está en una posición de atender más deuda con pago en efectivo, debería ser más económico refinanciar las notas de pago en especie de una sociedad controladora con deuda sénior garantizada o notas de grado especulativo con pago en efectivo a un menor costo de deuda. Si el prestatario ultimadamente decide hacer pagos en efectivo opcionales a instrumentos de pago en especie de una sociedad controladora, dichos pagos en efectivo serían más similares a la distribución discrecional de dividendos y no tendría peso a favor del tratamiento de deuda.

En el caso de un préstamo de pago en especie de una sociedad controladora o un préstamo de accionista que esté cambiando a pago en efectivo, la fuente de pago de cualquier interés en efectivo será la entidad calificada cuando la sociedad controladora emisora no tenga operaciones o flujo de efectivo propios y sería dependiente de los flujos de dividendos recibidos (*upstreaming*) u otras formas de pago restringido fuera de la entidad calificada, como sucede generalmente en las estructuras de compras apalancadas.

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

Si el emisor del instrumento de préstamos de pago en especie de una sociedad controladora o accionista tiene que hacer un pago en efectivo en relación con su instrumento de pago en especie o

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

Vencimiento Final

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

Si el préstamo de pago en especie de una sociedad controladora o del accionista llega a vencimiento mientras que otras obligaciones de deuda todavía tienen saldos insolutos vigentes, esto podría aumentar el riesgo de incumplimiento de la sociedad controladora y potencialmente detonar el incumplimiento de la entidad calificada. Si un incumplimiento en el préstamo de pago en especie de una sociedad controladora o de accionista resultaría en un evento de cambio de control, incumplimiento cruzado o en cualquier caso causa un incumplimiento a nivel de la entidad calificada entonces el préstamo pago en especie de una sociedad controladora o del accionista deberá ser visto como deuda de la entidad calificada.

Sin embargo, si los términos del instrumento de préstamo de pago en especie de una sociedad controladora o de accionista son suficientes para permitir a la agencia determinar que no aumentará la probabilidad de incumplimiento en la IDR de la entidad calificada, entonces un vencimiento más corto en principio no cambiará está determinación. No obstante, podría haber un grado mayor de evento de riesgo a medida que la fecha de vencimiento final del instrumento se aproxima.

Consideraciones Adicionales a Favor de Tratamiento de Deuda: Transferibilidad de los Préstamos de los Accionistas

Si el préstamo de accionistas puede transferirse a terceros, independientemente de los intereses en el capital accionario, los tenedores terceros pueden estar inclinados a ejercer remedios si y cuando estén disponible. Además, las consideraciones sobre la composición de los acreedores (votación sobre disposiciones de reestructuración, propiedad de otros tramos de la deuda con el fin de forzar ciertos derechos) pueden distorsionar el comportamiento esperado del árbol de jerarquía de los acreedores. Esto puede agravarse si el préstamo de accionista representa una proporción sustancial de la estructura de capital, de forma que sus tenedores pudieran lograr una postura potencial para negociar con otros acreedores.

8. Ajustes en el Valor Razonable de la Deuda

Enfoque Analítico

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

Impacto de Balance General

- La deuda en moneda local se analiza sobre la base del monto principal en efectivo a pagarse, sobre el supuesto de empresa en marcha. El impacto de ajustes en el valor razonable e instrumentos derivados se elimina de la deuda.
- En el caso de deuda en moneda extranjera, el monto principal de la deuda pendiente se convertiría generalmente al tipo de cambio de mercado al final del período. La deuda se convierte al tipo de cambio contratado cuando un derivado ha sido usado para fijar la el tipo de cambio al cual se paga la deuda.

- En el caso de notas emitidas a descuento o con intereses pagados solamente al final de la vida de un instrumento (como las notas de pago en especie), el monto del principal de la deuda tomada será el importe total a pagar, ya sea descrito como principal o interés, en la fecha de reporte.

Impacto en la Utilidad Operativa

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

Estos movimientos no implican cambios en la posición de efectivo y se excluyen de las medidas basadas en flujo de liquidez de la agencia, como el FGO.

9. Ajustes por Actividades de Servicios Financieros

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

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

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

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

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

Indiferencia del Tratamiento Contable: Fitch es indiferentes al tratamiento contable de las operaciones de FS en las cuentas del grupo. La principal consideración es si los activos identificables son fácilmente financiables por terceros y, si es necesario, una capitalización hipotética de las operaciones de FS por parte de la entidad corporativa para lograr una estructura de capital objetivo definida por Fitch. Si la deuda es sin recurso, por ejemplo, en una titularización, incluiremos ese financiamiento en la deuda de las operaciones de FS.

Operaciones de FS Consolidadas

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

Desconsolidación de las Operaciones de FS

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

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

Análisis Basado en las Metodologías de Instituciones Financieras Relevantes: Fitch evaluará si las operaciones de FS requieren una inyección de capital hipotética de acuerdo con las metodologías de

Instituciones Financieras más relevantes. En la mayoría de los casos, estas incluyen la *Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias*, relacionada con las empresas de financiamiento y arrendamiento con alto uso del balance general y, con menos frecuencia, la *Metodología de Calificación de Bancos*.

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

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

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

Evaluación Bajo la Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias

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

El indicador varía según una evaluación de los puntajes de los factores calidad de activos y financiamiento, liquidez y cobertura (FLC), que proporciona el grupo de Instituciones Financieras. La calidad de activos y el FLC se definen en la "Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias" en relación con las "compañías de financiamiento y arrendamiento con un alto uso de balance general".

El puntaje de referencia de FLC será igual a la calificación de la entidad corporativa en la que las operaciones de FS dependen de la entidad corporativa para el financiamiento, ya que estos requisitos de financiamiento se reflejarán en la calificación de la entidad corporativa, o bien, en la entidad que Fitch considere que será de apoyo en caso de que el FS no tenga acceso a fuentes externas de financiamiento. Cuando este sea el caso, el grupo corporativo impulsará el componente de FLC.

El factor de FLC podría ser inferior a la calificación corporativa en los siguientes escenarios:

- Fitch considera que la disposición de la entidad corporativa a proporcionar financiamiento es menos probable, como en el caso de estructuras de *joint ventures*;

- La operación de FS depende en gran medida de fuentes externas de financiamiento mayorista y es significativamente mayor que la entidad corporativa, por lo que se cuestiona la capacidad de la entidad corporativa para proporcionar soporte financiero; o bien

- La operación de FS depende en gran medida de fuentes de financiamiento a corto plazo y/o no comprometidas, lo que, en opinión de Fitch, podría introducir riesgos de financiamiento a corto plazo adicionales, más allá de los reflejados en la calificación de la entidad corporativa.

Los puntajes de los factores calidad de activos y FLC se incluyen en la siguiente tabla para determinar la estructura de capital objetivo de las operaciones de FS:

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

		Financiamiento, liquidez y cobertura					
		Inestable (ccc e inferior)	Menos Estable (b)	Generalmente Estable (bb)	Frecuentemente Estable (bbb)	Estable (a)	Muy Estable (aa y superior)
Calidad de Activos	Considerablemente débil (ccc e inferior)	0	1	1	1	2	3
	Calidad Baja (b)	1	1	1	2	3	4
	Por Debajo del Promedio (bb)	1	1	2	3	4	5
	Promedio (bbb)	1	2	3	4	5	6
	Calidad Alta (a)	2	3	4	5	6	7
	Calidad Muy Alta (aa y superior)	3	4	5	6	7	7

Fuente: Fitch Ratings

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

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

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

Evaluación según la Metodología de Calificación de Bancos

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

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

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

Por ejemplo, si el banco calificado por Fitch tiene una VR de 'bb' mientras que la entidad corporativa tiene una calificación 'BBB' con un entorno operativo "a", el indicador de capital objetivo será de 14%, es decir, el límite superior de la categoría de calificación 'BBB', que oscila entre 9% y 14%, "Metodología de Calificación de Bancos".

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

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

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

Ejemplo del Ajuste

El ejemplo que se muestra a continuación representa un resumen de los estados financieros de un fabricante de autos con sus operaciones de FS de instituciones financieras no bancarias que tiene un indicador real de deuda bruta/capital tangible de 8.3x. Para lograr un indicador de deuda bruta/capital tangible de 7.0x, ajustamos el capital reportado de las operaciones de FS en EUR1,300 millones, financiados por un aumento de EUR1,300 millones en la deuda bruta o reducción de efectivo en las operaciones corporativas.

Aumento de la Deuda en la Entidad Corporativa:

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

Fuente: Fitch Ratings

Reducción de Efectivo en la Entidad Corporativa:

				Ajustes de FS		Perfil Ajustado	
(EUR millones)	Grupo consolidado	Corporativo central	Operaciones de FS	Corporativo central	Operaciones de FS	Corporativo central	Operaciones de FS
Efectivo disponible	33,000	27,500	5,500	-1,300		26,200	5,500
Cuentas por cobrar	69,000	3,500	65,500			3,500	65,500
Otros activos	118,000	109,000	9,000	1,300		110,300	9,000
Activos totales	220,000	140,000	80,000			140,000	80,000
Capital	69,200	61,400	7,800		1,300	61,400	9,100
Deuda financiera ajustada	95,000	30,000	65,000		-1,300	30,000	63,700
Otros pasivos	55,800	48,600	7,200			48,600	7,200
Pasivos totales	220,000	140,000	80,000			140,000	80,000
Deuda/capital tangible			8.3				7.0

Fuente: Fitch Ratings

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

Operaciones de FS Desconsolidadas

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

Apéndice 2: Guía de Indicadores Crediticios

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

Definiciones de Medidas de Flujo de Efectivo

	Ingreso
–	Gastos operacionales (incluyendo depreciación y amortización)
-	Gasto de arrendamiento estimado[a]
+	Depreciación y amortización
=	**EBITDA** [b]
+/–	Dividendos recurrentes de compañías asociadas menos distribuciones a participaciones minoritarias[c]
–	Intereses pagados en efectivo - (netos de intereses recibidos y excluyendo intereses sobre pasivos de arrendamiento)
–	Impuestos pagados en efectivo
+/–	Otros cambios antes del flujo generado por las operaciones[d]
=	**Flujo Generado por las Operaciones (FGO)**
+/–	Capital de trabajo
=	**Flujo de Caja Operativo (FCO)**
+/–	Flujo de caja no operativo
–	Inversiones de capital
–	Dividendos ordinarios pagados a accionistas de la matriz
=	**Flujo de Fondos Libre (FFL)**
+	Ingresos por ventas de activos
–	Adquisiciones de negocio
+	Ventas de negocio
+/–	Rubros excepcionales y otros flujos de efectivo
=	**Entrada/Salida de Efectivo Neto**
+/–	Emisión de acciones/(recompra)
+/–	Movimientos de tipo de cambio
+/–	Otros rubros que afectan el flujo de efectivo[e]
=	**Variación neta de deuda**
	Deuda neta inicial
+/–	Variación neta de deuda
	Deuda neta final

[a] Se incluyen intereses y depreciación del arrendamiento según las NIIF 16/ASC842. Para mayor detalle, ver sección 1 del Apéndice 1: Principales Ajustes Analíticos. [b] El EBITDA más el gasto de arrendamiento estimado para activos arrendados capitalizados es igual a EBITDAR. [c] Los dividendos asociados podrían excluirse del EBITDA, FGO y FCO de ser no operacionales o no recurrentes. [d] Cuenta de compensación implícita para conciliar el EBITDAR de operaciones con el FGO y cuenta de compensación implícita para conciliar el FCO con la variación de la deuda neta.

Fuente: Fitch Ratings

Definiciones de Conceptos Clave

EBITDA y EBITDAR	El EBITDA es una medida ampliamente utilizada para medir la capacidad no apalancada y antes de impuesto que tiene un emisor para generar efectivo de sus actividades operativas. Generalmente, al calcular el EBITDA, Fitch excluye los rubros extraordinarios, tales como castigos y gastos de reestructuración, salvo que un emisor presente de manera recurrente gastos considerados de una sola vez, lo que indica que los rubros no son de naturaleza inusual. Fitch también excluiría los movimientos en el valor razonable contenidos en la utilidad operativa. El EBITDA de Fitch se calcula después de deducir el gasto de arrendamiento estimado basado en la depreciación de los activos arrendados más los intereses sobre los pasivos por arrendamiento. El uso del EBITDAR (EBITDA más los gastos de arrendamiento estimados para arrendamientos capitalizables de activos) mejora la comparabilidad entre las diferentes industrias (por ejemplo, comercio minorista y manufactura) que muestran distintos niveles promedio de financiamiento de arrendamientos y dentro de industrias (por ejemplo, las aerolíneas) en las que algunas compañías usan el financiamiento de arrendamientos más que otras.
Flujo Generado por las Operaciones Después de intereses e impuestos, antes de capital de trabajo	FGO es una medida alternativa del flujo de efectivo de las empresas, después de cubrir los gastos operativos, incluyendo los gastos estimado de arrendamiento, impuestos e intereses. El FGO se mide después de pagos de impuesto en efectivo, efectivo recibido de asociadas, intereses y dividendos preferentes pagados, así como después de dividendos pagados a participaciones minoritarias, pero antes de las entradas y salidas relacionados a capital de trabajo. El cómputo de Fitch resta o agrega de nuevo una cantidad con el fin de excluir las entradas o salidas de efectivo que no correspondan a la actividad principal u operacional del emisor. El FGO brinda una medida de la capacidad que tiene un emisor de generación de efectivo operativo antes de los requerimientos de reinversión y de la variación del capital de trabajo. Al usarlo en los indicadores de cobertura de interés y apalancamiento, el interés neto se devuelve al numerador.
Capital de Trabajo	Fitch calcula el cambio en el capital de trabajo a través de los cambios anuales en las cuentas por cobrar, el inventario, las cuentas por pagar y cualquier otro rubro de capital de trabajo relevante. También incluye ajustes analíticos que afectan al capital de trabajo, tales como el las operaciones de *factoring*, en el que las cuentas por cobrar vendidas se vuelven a sumar a las cuentas por cobrar comerciales para revertir el efecto del *factoring* en el capital de trabajo.
Flujo de Caja Operativo Después de intereses, impuestos y capital de trabajo	El FCO representa el flujo de efectivo disponible de las operaciones principales después de realizar todos los pagos relacionados con los requerimientos operativos corrientes del negocio, gasto estimado por arrendamientos, el efectivo recibido de compañías asociadas, las distribuciones de dividendos a participaciones minoritarias, intereses pagados, intereses recibidos, dividendos preferentes e impuestos. El FCO también se mide antes de las reinversiones en el negocio mediante inversiones de capital, antes de ingresos por venta de activos, antes de cualquier adquisición o venta de negocios, así como antes de servir al patrimonio con dividendos o recompra o emisión de acciones.
Flujo de Fondos Libre Después de intereses, impuestos, capital de trabajo, inversiones de capital y dividendos	El FFL mide del efectivo generado por las operaciones del emisor después de las inversiones de capital, los gastos no recurrentes o no operacionales, y los dividendos. También mide el flujo de efectivo generado antes de considerar las adquisiciones de negocios, las ventas de negocios y cualquier otra decisión por parte del emisor para emitir o recomprar acciones, o generar un dividendo especial.
Líneas de Crédito Bancarias Comprometidas	En el análisis corporativo y en algunos indicadores financieros, las fuentes de liquidez incluyen el espacio que se tiene, o los fondos no utilizados, bajo las líneas de crédito bancarias comprometidas relevantes para el período. Las líneas bancarias que (i) tienen un compromiso contractual de préstamo; (ii) con vencimiento mayor de un año; y (iii) Fitch considera que el banco relevante prestará dichas cantidades aun ante un incumplimiento de un *covenant* u otras consideraciones, se pueden incluir como fuentes de liquidez. No todos los países cuentan con líneas de crédito bancarias comprometidas a largo plazo.

Fuente: Fitch Ratings.

Términos Financieros e Indicadores

Términos Principales

Término Definido por Fitch	Definición
EBIT	Utilidad bruta – gastos de venta, generales y administrativos o de operación y mantenimiento – gastos de desarrollo e investigación – provisión para deudas incobrables – depreciación de activos tangibles – amortización de activos intangibles –depreciación de activos arrendados - cargo por intereses sobre pasivos por arrendamiento – otras depreciaciones y amortizaciones excluidas del gasto de venta, generales y administrativos – deterioros incluidos en el EBIT/DA – gastos de preapertura y exploración – tarifas regulatorias + otros ingresos (o gastos) operativos – amortización de titularización
EBITDA	EBIT + ajuste por rubros no recurrentes/sin recurso + depreciación y amortización de activos no asociados a arrendamientos + ajustes del analista al EBITDA
EBITDAR	EBITDA + gasto de arrendamiento estimado por activos arrendados capitalizados

Términos Principales

Término Definido por Fitch	Definición
Flujo de Caja Operativo (FCO)	Utilidad neta + ajustes totales a la utilidad neta + variación en capital de trabajo + dividendos en efectivo recurrentes recibidos de asociadas/inversiones por métodos de participación patrimonial + flujo de efectivo de inversiones y financiamiento considerados como operativos – dividendos pagados a accionistas preferentes – distribuciones a participaciones minoritarias.
Capital de Trabajo Definido por Fitch	Variación en las cuentas por cobrar + variación en las cuentas por pagar comerciales + variación en inventario + variación en los gastos acumulados + cualquier otra variación en el capital de trabajo.
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	Flujo de caja operativo – variación en el capital de trabajo definido por Fitch.
Flujo de Fondos Libre (FFL)	Flujo de caja operativo – inversiones en capital – dividendos comunes + flujo de efectivo no operacional y no recurrente total antes de adquisiciones de negocios, desinversiones de negocios, y recompra de acciones/dividendos especiales.
Deuda	Deuda total garantizada + deuda total no garantizada + deuda total subordinada + acciones preferentes + deuda de corto plazo sin recurso + deuda de largo plazo sin recurso + deuda de titularizaciones + el neto de activos o pasivos provenientes de coberturas de instrumentos financieros derivados sobre el principal de los préstamos + otra deuda fuera de balance – deuda equiparable a patrimonio.
Efectivo Disponible y Equivalentes	Efectivo + títulos negociables – efectivo reportado como restringido o bloqueado – efectivo considerado por Fitch como no disponible (incluyendo ajustes por efectivo mínimo requerido para operaciones en curso como estacionalidad, fluctuaciones del capital de trabajo, y efectivo en poder de subsidiarias de propiedad parcial o sin recurso o en *holdings* extraterritoriales)
Deuda Neta	Deuda – efectivo disponible y equivalentes.
Intereses Pagados/Recibidos	Los intereses pagados/recibidos en efectivo se utilizan en indicadores de cobertura; sin embargo, si los intereses pagados o intereses recibidos son iguales a cero, se opta entonces por el gasto en intereses y el ingreso por intereses incluidos en el estado de resultados.

Indicadores Principales

Indicador	Numerador	Denominador
Indicadores de Rentabilidad/Flujo de Efectivo		
Margen de EBIT	EBIT	Ingreso
Margen de EBIT - Grupo	EBIT incluyendo operaciones de servicios financieros	Ingreso consolidados
Margen de EBIT - Industrial	EBIT excluyendo operaciones de servicios financieros	Ingreso de operaciones industriales
Margen de EBITDA	EBITDA	Ingreso
Margen de EBITDAR	EBITDAR	Ingreso
Margen de FGO	FGO	Ingreso
Margen de FCO	Flujo de fondos libre	Ingreso
Capex/FCO	Inversiones de capital	Flujo de caja operativo
Margen de FCO	Flujo de caja operativo	Ingreso
Indicadores de Apalancamiento		
Deuda/EBITDA (x)	Deuda	EBITDA + dividendos recurrentes recibidos de asociadas e inversiones contabilizadas por método de participación – dividendos pagados a minoritarios (o, alternativamente, ingreso neto atribuible a participaciones minoritarias)

Indicadores Principales

Indicador	Numerador	Denominador
Deuda neta/EBITDA (x)	Deuda neta	EBITDA + dividendos recurrentes recibidos de asociados e inversiones contabilizadas por método de participación – dividendos pagados a minoritarios (o, alternativamente, ingreso neto atribuible a participaciones minoritarias)
Deuda ajustada/EBITDAR (x)	Deuda ajustada por arrendamiento	EBITDAR + dividendos recurrentes recibidos de asociados e inversiones contabilizadas por método de participación – dividendos pagados a minoritarios (o, alternativamente, ingreso neto atribuible a participaciones minoritarias)
Deuda neta ajustada/EBITDAR (x)	Deuda ajustada por arrendamiento – efectivo disponible y equivalentes	EBITDAR + dividendos recurrentes recibidos de asociados e inversiones contabilizadas por método de participación – dividendos pagados a minoritarios (o, alternativamente, ingreso neto atribuible a participaciones minoritarias)
Deuda/Flujo Generado por las Operaciones (x)	Deuda	Flujo generado por las operaciones + intereses pagados – intereses recibidos + dividendos preferentes (pagados)
Deuda neta/Flujo Generado por las Operaciones (x)	Deuda Neta	Flujo generado por las operaciones + intereses pagados – intereses recibidos + dividendos preferentes (pagados)
Deuda ajustada /FGO ajustado (x)	Deuda ajustada por arrendamientos	Flujo generado por las operaciones + intereses pagados – intereses recibidos + dividendos preferentes (pagados) + gasto por arrendamiento estimado para activos arrendados capitalizados
Deuda neta ajustada /FGO ajustado (x)	Deuda ajustada por arrendamiento – efectivo disponible y equivalentes	Flujo generado por las operaciones + intereses pagados – intereses recibidos + dividendos preferentes (pagados) + gasto por arrendamiento estimado para activos arrendados capitalizados
(FCO – Capex) /Deuda (%)	Flujo de Caja Operativo (FCO) – Inversiones de Capital (Capex)	Deuda
(FCO – Capex) /Deuda Neta (%)	Flujo de Caja Operativo (FCO) – Inversiones de Capital (Capex)	Deuda Neta
FFL /Deuda (%)	Flujo de Fondos Libre (FFL)	Deuda
Indicadores de Cobertura		
EBITDA/Intereses	EBITDA + dividendos recurrentes recibidos de asociadas e inversiones contabilizadas por método de participación – dividendos pagados a minoritarios (o, alternativamente, ingreso neto atribuible a participaciones minoritarias)	Interés pagado
EBITDAR/Intereses + arrendamiento estimados (x)	EBITDAR + dividendos recurrentes recibidos de asociadas e inversiones contabilizadas por método de participación – dividendos pagados a minoritarios (o, alternativamente, ingreso neto atribuible a participaciones minoritarias)	Interés pagado + gasto por arrendamiento estimado para activos arrendados capitalizados
EBITDAR/Intereses netos + arrendamiento estimados (x)	EBITDAR + dividendos recurrentes recibidos de asociadas e inversiones contabilizadas por método de participación – dividendos pagados a minoritarios (o, alternativamente, ingreso neto atribuible a participaciones minoritarias)	Interés pagado – interés recibido + gasto por arrendamiento estimado para activos arrendados capitalizados
FGO/Intereses (x)	Flujo generado por las operaciones (FGO) + intereses pagados – intereses recibidos + dividendos preferentes pagados	Interés pagado + dividendos preferentes pagados

Indicadores Principales

Indicador	Numerador	Denominador
FGO / Intereses + arrendamientos estimados (x)	Flujo generado por las operaciones (FGO) + intereses pagados – intereses recibidos + dividendos preferentes pagados + gasto por arrendamiento estimado para activos arrendados capitalizados	Interés pagado + pago de dividendos preferentes + gasto por arrendamiento estimado para activos arrendados capitalizados
Capex/FCO (%)	Inversiones de capital (capex)	Flujo de caja operativo (FCO)
Indicadores de Liquidez		
Liquidez (indicador de liquidez)	Efectivo disponible + porción no utilizada de líneas de crédito comprometidas + FFL	Vencimientos de deuda de 12 meses

Capex – Inversión de capital. x – Veces.

Fuente: Fitch Ratings.

Apéndice 3: Aproximación a Dificultades en las Categorías de Calificación Más Bajas (Solo para Calificaciones en Escala Internacional)

Escala de Calificación Especulativa y en Estrés

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

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

Factores que Diferencian Calificaciones Altamente Especulativas y Estresadas

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

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

Los Factores Tienen Pesos Relativos

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

Importancia Relativa de los Factores en la Determinación de Calificaciones

Mayor 🔴 Moderada 🟢 Menor 🔵

	B+ vs. B	B vs. B−	B− vs. CCC+	CCC+ vs. CCC−
Modelo de negocio	🔴	🟢	🟢	🔵
Estrategia	🔴	🟢	🟢	🔵

Importancia Relativa de los Factores en la Determinación de Calificaciones

Mayor ● Moderada ● Menor ●

	B+ vs. B	B vs. B–	B– vs. CCC+	CCC+ vs. CCC–
Flujo de efectivo	●	●	●	●
Perfil de apalancamiento	●	●	●	●
Gobierno corporativo y política financiera	●	●	●	●
Riesgo de refinanciamiento	●	●	●	●
Liquidez	●	●	●	●

Fuente: Fitch Ratings.

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

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

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

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

Ejemplo de Consideraciones de Calificación para Créditos Altamente Especulativos

Factor	B+	B	B–
Modelo de Negocio	**Robusto** El modelo de negocio y el sector muestran resiliencia ante deterioros más pronunciados o prolongados. Las condiciones económicas estresadas o la entrada de competidores no afectan los márgenes operativos ni el flujo de efectivo. Sin embargo, el perfil de negocio conserva características que impiden que la calificación llegue a la categoría 'BB', como la	**Sostenible** El modelo de negocio permanece intacto si es sometido a un estrés razonablemente previsible (p. ej., recesión cíclica, disrupción tecnológica o regulatoria, riesgos operacionales seculares). El negocio tendrá algunas fortalezas operativas clave (por ejemplo, diversificación de productos o mercados finales, posicionamiento/participación clara en el mercado, marca reconocida, exposición moderada a gastos discrecionales, liderazgo en	Intacto El perfil de negocio está intacto pero, si es sometido a un estrés razonablemente previsible, comienza a mostrar características más afines a un modelo de negocio "fracturado" de 'CCC'. Debilidades clave pueden incluir un tamaño pequeño, exposición a productos discrecionales, barreras de entrada

Ejemplo de Consideraciones de Calificación para Créditos Altamente Especulativos

Factor	B+	B	B–
	escala y diversificación limitadas en relación con empresas más grandes. Dichos elementos pueden amenazar la resiliencia del perfil de negocio a largo plazo.	costos, base de costos parcialmente flexible, barreras de entrada altas o productos especializados que conduzcan a márgenes por encima del promedio de sus similares) que permiten a la empresa tener cierta capacidad de resiliencia de ganancias/márgenes a lo largo del ciclo.	bajas/riesgo de sustitución alto, y concentración geográfica o por producto. El desempeño puede ser volátil en condiciones económicas desafiantes (ej. ventas en tiendas comparables negativas, presión en el margen, transición tecnológica), pero hay cierta certeza de que el negocio podría desempeñarse cuando las mismas se vuelvan más benignas.
Riesgo de Ejecución de Estrategia	**Limitado** La administración tiene un historial de implementar generalmente una estrategia coherente y exitosa. Cualquier reestructuración/ iniciativa ahorro de costos o plan de expansión tiene un resultado claro, predecible y conlleva un riesgo operacional limitado. La administración tiene la flexibilidad para retrasar ligeramente dichos planes sin comprometer el modelo de negocio y el desempeño general de la compañía.	**Moderado** La compañía tiene suficiente flexibilidad financiera para permitirle competir con sus pares más grandes/mejor capitalizados en la inversión de productos o la expansión de la marca, o superar los desafíos previsibles de sus planes.	**Significativo** La compañía tiene capacidad limitada para mitigar los riesgos de ejecución mientras está aún en proceso de desapalancamiento. Puede que la administración haya iniciado planes de reorganización que podrían resultar exitosos, pero que conllevan un riesgo de ejecución significativo y costoso. La falta de estrategia o la incapacidad de reestructuración podrían poner en peligro el perfil de desapalancamiento, pero no deberían conducir a un consumo sostenido de efectivo.
Perfil de Flujo de Efectivo	**Consistentemente positivo** La compañía puede generar flujo de fondos libre positivo antes de dividendos (incluso si se trata de ventas de un solo dígito bajo) a lo largo del ciclo, incluso durante períodos de desaceleración más pronunciados/prolongados o bajo escenarios de calificación de "estrés". Esto puede ser respaldado por un flujo de ingresos recurrentes, márgenes operativos altos, un modelo de negocio de activos ligero con una conversión de efectivo saludable o la capacidad de preservar efectivo conservadoramente en períodos de estrés.	**Neutral a positivo** La compañía puede mantener el flujo de fondos libre antes de dividendos de neutral a positivo incluso en períodos de estrés económico moderado, a menudo indicado por haberlo hecho en el pasado. Los factores de respaldo incluyen la capacidad para administrar activamente el capital de trabajo, un historial probado de reducción de costos, la capacidad para reducir el capex discrecional o de expansión (por ejemplo, el despliegue de tiendas), márgenes altos y apalancamiento operacional bajo.	**Volátil** La compañía es un agente tomador de precios con capacidad limitada para transferir precios de mercado más bajos a proveedores o mayores costos de insumos a los clientes. Puede sufrir de un apalancamiento operativo alto, así como tener compromisos de capital elevados y enfrentar dificultades en la administración del capital de trabajo bajo estrés económico. Resulta difícil una generación consistente de flujo de fondos libre a través del ciclo.
Perfil de Apalanca-miento	**Plan claro de desapalancamiento** El apalancamiento alto se ve mitigado por un plan claro de desapalancamiento que, según Fitch, es creíble y/o predecible. Alternativamente, la compañía tiene un apalancamiento financiero moderado en relación con otros emisores 'B' en el sector. Si es una compra apalancada, el nivel de apalancamiento puede ser consistente con una categoría 'BB' en el horizonte de calificación.	**Capacidad de desapalancamiento** El apalancamiento actual es alto, pero es probable que siga siendo consistente con una calificación 'B' durante el ciclo. Ha demostrado una capacidad de desapalancamiento bajo la estructura de capital actual (y tal vez previa).	**Alto pero sostenible** Las métricas de apalancamiento son débiles en relación con las del sector y pares calificados y podrían rápidamente parecer vulnerables a condiciones del mercado de capitales en deterioro. El apalancamiento disminuye, aunque lentamente, bajo condiciones económicas favorables. Bajo estrés, el apalancamiento alto dejaría un margen limitado de seguridad para evitar un riesgo creciente de incumplimiento.
Gobierno Corporativo y Política Financiera	**Comprometido** La administración y los accionistas han expresado explícitamente un compromiso para reducir la deuda en el tiempo y/o no recibir dividendos, y Fitch cree que dichos planes son creíbles dadas su trayectoria e historial debido a algunas protecciones	**Cierto compromiso de desapalancarse** Existe un claro vínculo entre los objetivos de administración y propiedad. Los propietarios están dispuestos a sufrir dilución de capital como una táctica de desapalancamiento. Si se trata de una compra apalancada reciclada, tiene un registro de prepagos de deuda voluntaria en estructuras de compras apalancadas anteriores.	**Agresivo** Hay evidencia de que existe una estrategia financiera agresiva y la intención de mantener un apalancamiento financiero alto, por ejemplo, fusiones y adquisiciones o planes de expansión financiados completamente con deuda, pagos de dividendos regulares o especiales financiados con deuda y otras formas de distribución de efectivo a

Ejemplo de Consideraciones de Calificación para Créditos Altamente Especulativos

Factor	B+	B	B–
	específicas del acreedor en la documentación (por ejemplo, *covenants*, barrido de efectivo). Las prácticas de gobierno, por ejemplo, la falta de directores independientes en el consejo, impiden que la compañía alcance la categoría 'BB'.	Existe una estrategia de patrocinio para financiar fusiones y adquisiciones o planes de expansión a través de efectivo generado internamente en lugar de volver a apalancar a través de nueva deuda. Sin embargo, a pesar de la intención de reducir generalmente la deuda a lo largo del tiempo, la administración/patrocinadores siguen siendo oportunistas en cuanto a las adquisiciones financiadas parcialmente con deuda o el pago de dividendos según lo autorizado por los contratos de préstamos y bonos.	los accionistas, incluso si son implementadas dentro de las restricciones de la documentación de préstamos y bonos.
Riesgo de Refinancia-miento	**Limitado** La compañía puede reducir el apalancamiento a niveles de tolerancia del mercado para un sector determinado y de manera oportuna (es decir, antes de los vencimientos de la deuda), incluso durante condiciones adversas en los mercados de capitales. Un costo de deuda sustancialmente más alto no evitaría la generación positiva de flujo de fondos libre. Para una compra apalancada, la compañía puede tener un perfil de apalancamiento al momento de "salida" que permite a los patrocinadores contemplar razonablemente una oferta pública inicial.	**Manejable** La compañía puede desapalancarse aún más hacia supuestos más conservadores y refinanciar en condiciones de mercado de capitales menos favorables en el momento en que vencen los vencimientos. Debería poder refinanciar incluso a un costo mayor y mantener flujo de fondos libre positivo.	**Alto** El desapalancamiento será lento bajo el escenario base de Fitch. La empresa confía en que las condiciones del mercado crediticio sean altamente favorables cuando las amortizaciones lleguen a su vencimiento. Un costo mayor de la deuda podría ser perjudicial para la generación de flujo de fondos libre, pero no debería dar lugar a períodos prolongados de consumo de efectivo.
Liquidez	**Cómoda** El nivel de efectivo en el balance general es holgado y excede los requisitos mínimos de efectivo operacional. Las condiciones adversas de operación (o de financiación) no impiden que la compañía realice negocios y cumpla con las obligaciones a corto plazo a partir del efectivo disponible o del flujo de efectivo interno sin requerir la venta de activos o el retiro de fondos. Las líneas de crédito comprometidas no utilizadas siguen disponibles debido al margen amplio de los *covenants* y es posible el acceso a fuentes adicionales de financiamiento.	**Satisfactoria** Algunas reservas de liquidez están disponibles en caso de estrés financiero (p. ej., disponibilidad de líneas de crédito revolventes, eliminación de activos). Existe suficiente disponibilidad bajo líneas de crédito comprometidas y margen de maniobra según los convenios para cubrir temporalmente los requisitos de liquidez a corto plazo.	**Limitada** El deterioro de las condiciones económicas o de negocio podría presionar la liquidez y la compañía tiene alternativas limitadas de fuentes de capital (falta de activos valiosos, apoyo de accionistas poco probable). La disponibilidad de líneas de crédito comprometidas podría estar limitada para mantener el cumplimiento de los *covenants*.

Fuente: Fitch Ratings.

Consideraciones Clave de Calificación para Créditos en Estrés

Factor	CCC+	CCC	CCC–	CC
Modelo de Negocio	**Redimible** Clara evidencia de deterioro pero las tendencias cíclicas o las iniciativas de reestructuración implican que el negocio es redimible. Se espera que los activos operativos principales, la marca y la posición en el mercado sobrevivan a una reestructuración. El desempeño presenta operaciones principales estables o signos alentadores de un cambio exitoso. Las perspectivas de cambio pueden ser soportadas por una consolidación del sector.	**En riesgo** Se evidencian deficiencias importantes en la oferta de productos no competitivos, una posición de mercado debilitada y una base de clientes en deterioro. La reorganización operacional ha sido hasta ahora inefectiva o insuficiente para contrarrestar el declive en el desempeño operativo. El negocio no está posicionado para recuperarse.	**Interrumpido** Puede que ya no sea viable. Pérdidas severas de participación de mercado o clientes requieren acciones correctivas inmediatas. Hay una ventana limitada para que sea posible un cambio a un nuevo modelo de negocio.	**Irredimible** La compañía tiene una capacidad limitada para operar en el día a día. La obsolescencia de producto, las restricciones regulatorias, los litigios adversos o la destrucción de la marca confirman que el modelo de negocio no es viable.
Riesgo de Ejecución de Estrategia	**Desafiante pero aún alcanzable** La reestructura es solo posible con un equipo de administración capacitado con un historial de cambios exitosos previos y experiencia relevante en el sector. Fitch cree que la administración ha identificado los defectos y tiene una posibilidad razonable de éxito para solucionarlos. La reestructuración puede financiarse con los recursos disponibles para la compañía.	**Incierto** Se anticipan una ejecución parcial o retrasos. La capacidad del equipo directivo es cuestionable y/o los incentivos de este no están alineados con los de los accionistas o los acreedores. Por ejemplo, el equipo directivo fue reemplazado recientemente, puede haber un historial de estrategias de cambio fallidas del mismo patrocinador y/o equipo directivo, o el negocio presenta inversión insuficiente para su sector y estrategia.	**Altamente especulativo** La estrategia es excesivamente ambiciosa o parece inalcanzable. La administración carece de la experiencia necesaria en el sector, conexiones en la industria o la experiencia para ejecutar el plan de reestructuración propuesto o no se ha propuesto ningún plan.	**No creíble** La administración ha abandonado una estrategia fallida, no tiene una nueva estrategia o la nueva estrategia es incoherente. La Junta Directiva puede haber removido al equipo de administración y los líderes clave, u otras partes interesadas clave en el negocio, pudieron haber salido.
Perfil de Flujo de Efectivo	**Mayormente negativo** La compañía tiene flujos de efectivo impredecibles y mayormente negativos con poco margen para mitigar los riesgos de mercado u operacionales. Existe poca visibilidad sobre el comportamiento de los clientes y/o proveedores que distorsiona los flujos de efectivo operativos. La compañía tiene cierto criterio a discreción en los gastos para reducir el ritmo de quema de efectivo.	**Constantemente negativo** El flujo de fondos libre es constantemente negativo debido a pagos excesivos de intereses en efectivo, dinámicas de capital de trabajo permanentemente adversas, incapacidad para reducir la inversión en capital y/o los costos de reestructuración.	**Aceleración de salidas de efectivo** Los rubros excepcionales y el bajo rendimiento operativo generaron flujo de fondos libre cada vez más incierto y negativo. Otros factores como pasivos contingentes, multas regulatorias, y capital de trabajo volátil pueden incrementar tanto el ritmo como la magnitud de las salidas de efectivo. Es improbable que una reducción del gasto discrecional, como el crecimiento de inversiones en capital (capex), detenga el impacto negativo en la liquidez.	**Salida de flujos irreversible** La magnitud de los gastos obligatorios, como los pagos a proveedores, las autoridades fiscales, los reguladores u otras partes, excede por mucho la capacidad de la empresa para generar efectivo.
Perfil de Apalanca-miento	**Desviación significativa** El perfil de apalancamiento se considera excesivo frente al del sector y de sus pares calificados, con perspectivas poco claras de desapalancamiento en el escenario base de calificación. En condiciones de negocio, económicas y financieras estables, la empresa puede soportar el sobreapalancamiento del balance	**Insostenible** La estructura de capital es insostenible y excede las propiedades generadoras de efectivo del negocio. El apalancamiento no se reduce o incluso aumenta debido a un componente de deuda de pago en especie, una dependencia continua de deuda adicional para cerrar brechas de liquidez o un flujo de	**Desproporcionado y creciente** Apalancamiento financiero desproporcionado, que aumenta de forma consistente independientemente del entorno comercial y económico subyacente. El incumplimiento de pago bajo obligaciones financieras es una posibilidad real en los próximos 12 a 24 meses, a menos que se reestructure.	**Irrecuperable** Una disminución persistente en el desempeño operativo combinado con términos onerosos de la deuda, incluido el aumento de los intereses de pagos en especie, los dividendos preferentes acumulados, y la terminación de líneas de crédito no comprometidas, no deja posibilidad de reembolso. El incumplimiento

Consideraciones Clave de Calificación para Créditos en Estrés

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

Consideraciones Clave de Calificación para Créditos en Estrés

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

Fuente: Fitch Ratings

Apéndice 4: Canje Forzoso de Deuda

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

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

- la reestructuración impone un deterioro relevante en comparación con los términos contractuales actuales; y
- la reestructuración o canje permite al emisor evitar un incumplimiento potencial eventual.

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

Reestructuración Impone una Reducción Sustancial en los Términos

Fitch revisa los cambios propuestos a la documentación de instrumentos actuales para evaluar una reducción sustancial en comparación con las expectativas actuales de los prestamistas. Una reducción sustancial en los términos podría presentar uno de los puntos mencionados a continuación o una combinación de estos:

- Reducción del principal;
- Reducción de intereses o comisiones;
- Extensión de la fecha de vencimiento;
- Deterioro en la forma de pago (por ejemplo, un cambio de divisa o el paso de un pago líquido a otro no líquido);
- Retraso en el pago del principal (por ejemplo, un cambio en el calendario de amortización);
- Debilitamiento de la garantía o de la prioridad del crédito ,por ejemplo, ajustes que cambian la prioridad del gravamen o el canje de deuda por instrumentos híbridos o capital; y/o
- Canjes que obliguen a los obligacionistas o prestamistas participantes a dar su consentimiento a ajustes que perjudiquen de manera importante la posición de los prestamistas no participantes.

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

Fitch no consideraría la ejecución de una cláusula de la documentación del instrumento actual, como una opción de pago en especia (PIK) previamente acordada, o una reducción sustancial de las condiciones.

En cualquiera de los casos anteriores, el supuesto de Fitch es que se ha producido una reducción sustancial de las condiciones, a menos que pueda demostrarse claramente que los acreedores probablemente se mostrarían indiferentes entre las condiciones antiguas y las nuevas.

Reestructuración Permite al Emisor Evitar un Incumplimiento Probable Final

Esta prueba consiste en determinar si los inversores se enfrentan a una verdadera disyuntiva entre las condiciones propuestas y las condiciones contractuales existentes, o bien, si el hecho de que una gran parte del grupo de acreedores no acepte el canje pondría en duda la capacidad del emisor para cumplir las condiciones contractuales existentes.

Fitch aplicará las partes pertinentes de sus criterios para determinar si es probable que el emisor acabe incumpliendo si no ejecuta la reestructuración. Fitch se enfocará más probablemente en factores de si la entidad tiene o no el compromiso necesario para evitar un impago, si tiene o no un perfil de liquidez insostenible, respecto al uso de procesos legales para forzar la reestructuración y el acceso a la financiación. Fitch tendrá que hacer supuestos sobre el acceso de la entidad al mercado y a opciones de financiación alternativas para evaluar los riesgos.

La definición de DDE de Fitch excluye las situaciones en las que las empresas lanzan ofertas para modificar las condiciones de sus bonos o negociar ajustes en sus préstamos para aprovechar los precios de mercado, el exceso de liquidez, la conveniencia u otros factores.

Implicaciones de las Calificaciones

Una IDR en la categoría 'CCC' se le asignaría a un emisor que proponga un DDE a sus inversores, debido a la posibilidad real de incumplimiento. La búsqueda activa de un DDE por parte del emisor aumenta la probabilidad de una rebaja de la calificación, por lo que Fitch colocaría la IDR en Observación de calificación Negativa. Fitch considerará un anuncio público, privado o de una fuente creíble de información de que el emisor está buscando el consentimiento para un DDE como base para su acción de calificación.

Fitch normalmente movería la IDR a 'C' una vez que el DDE se haya acordado con los inversores y se haya fijado una fecha para el intercambio. La IDR se mantendría en este nivel hasta que se ejecutara el DDE, momento en el cual la IDR se rebajaría a 'RD'.

Una vez realizado el canje, las calificaciones de los instrumentos sujetos a el DDE se rebajarán a un nivel coherente con el de los instrumentos no rentables, en caso de no encontrarse ya en ese nivel. Posteriormente, las calificaciones de la emisión se retirarán al cabo de un breve período de tiempo, el período de ejecución, reflejando que esos valores se han extinguido en el canje, si se ha canjeado la totalidad de la emisión.

Una propuesta de DDE puede dirigirse a una o más emisiones de deuda dentro de la estructura de capital de múltiples niveles del emisor y ciertas emisiones de deuda no se ven afectadas. En tales casos, las calificaciones de los instrumentos no afectados pueden permanecer en sus niveles de calificación existentes y pueden colocarse en Observación. Una Observación Negativa o Positiva para las emisiones no afectadas podría reflejar sus calificaciones potenciales después del DDE, dependiendo de la visibilidad analítica de la estructura de capital posterior al DDE en el momento de esta acción de calificación.

Las calificaciones de instrumentos no afectados podrían temporalmente extender las mejoras de recuperación más allá de los criterios normales establecidos en el "Recovery Ratings Criteria", pero para no generar volatilidad en las calificaciones, estas calificaciones de instrumentos pueden permanecer en el mismo nivel de calificación.

Si Fitch calificara la nueva estructura de capital y los nuevos instrumentos, inmediatamente asignaría las nuevas calificaciones al término de DDE, de conformidad con estos criterios.

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

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

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

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

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

Apéndice 6: Calificaciones por Encima del Techo País

En esta sección, se describen los casos en los que la IDR en ME de un emisor puede superar el Techo País aplicable.

Cuando el IDR en ML de un emisor está por encima del Techo País en cuestión, el principal factor determinante de la IDR en ME será el Techo País, que sirve de tope o límite a su IDR en ME. Cuando la IDR en ML se sitúe en el Techo País aplicable o por debajo de él, la IDR en ML será el principal impulsor de la IDR en ME, ya que actuará como límite para la IDR en ME.

Para determinar si la IDR en ME puede superar el Techo País, hay que seguir dos pasos: en primer lugar, determinar el Techo País aplicable; a continuación, en caso de que la IDR en ML sea superior al Techo País aplicable, se evaluará si la IDR en ME puede superarlo.

Techo País Aplicable: El país en el que se origina el flujo de caja del emisor define el Techo País aplicable, independientemente del lugar en el que la empresa tenga su sede o esté legalmente constituida. Cuando se trata de empresas multinacionales con activos, instalaciones operativas y generación de flujo de caja en múltiples países, el enfoque para decidir el Techo País aplicable se detalla en los párrafos siguientes.

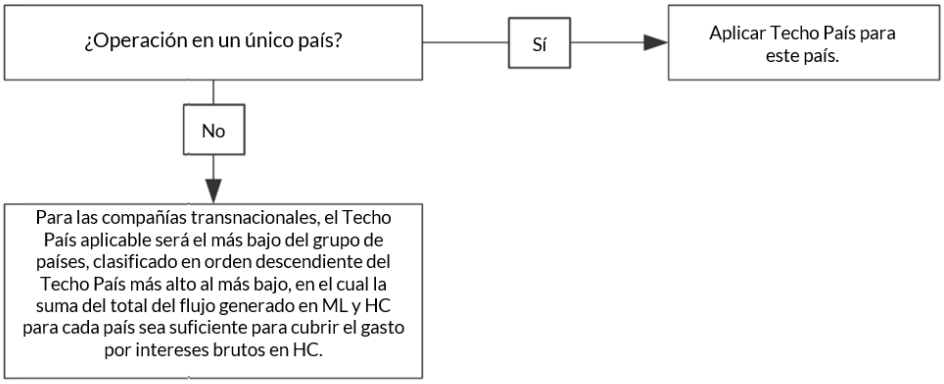
Superación del Techo País: Las consideraciones a la hora de determinar si la IDR en ME de una empresa puede superar el Techo País aplicable, son las siguientes:

- **Mejoras estructurales externas (*offshore*)**: Las emisiones de deuda que incorporan mejoras crediticias y mitigan los riesgos de TyC pueden calificarse por encima del Techo País, a menudo capturando flujo de liquidez en ME en el extranjero. El resultado es una cobertura suficiente del servicio de la deuda en divisas fuertes (HC; *hard currency*) o reservas de servicio de la deuda que permiten a la empresa resistir un evento de TyC.
- **Entidades corporativas sólidas**: Las empresas que están protegidas frente a las restricciones de TyC también pueden recibir una calificación superior al Techo País, teniendo en cuenta ingresos de exportación significativos, activos en el extranjero y producción fuera del país. El apoyo de empresas matrices extranjeras o de socios estratégicos que proporcionen apoyo financiero a través de divisas, también puede permitir superar el Techo País.
- **Trato preferente por parte del soberano:** Los emisores que se benefician (o anteriormente se beneficiaron) de la exención de las restricciones de TyC, pueden ser calificados por encima del Techo País.

Techo País Aplicable

Utilizando el diagrama de flujo que se muestra a continuación, Fitch determina qué Techo País debe aplicarse a un emisor corporativo en lo individual.

Diagrama de Flujo del Techo País



Fuente: Fitch Ratings

Si un país determinado tiene restricciones a la hora de dirigir flujos de caja a la sociedad controladora, ese país debe excluirse de la lista de países utilizada para evaluar el Techo País aplicable.

El indicador aproximado de la generación de flujos de caja utilizado por Fitch para determinar el Techo País aplicable es el EBITDA. Cuando no se dispone de un desglose detallado del EBITDA por país de origen, Fitch puede utilizar como aproximación el desglose de activos e ingresos por país y el margen de beneficios típico por tipo de negocio.

Fitch define la HC como aquella que procede de una economía altamente desarrollada y se utiliza habitualmente como reserva. Fitch considera reservas las siguientes divisas, incluidas en las publicaciones de las Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) del Fondo Monetario Internacional (FMI): dólar australiano, dólar canadiense, renminbi chino, euro, yen japonés, franco suizo, libra esterlina y dólar estadounidense.

El rigor con el que se analiza el Techo País aplicable es una cuestión práctica y puede ser el primer paso de un proceso iterativo. Fitch llevará a cabo un análisis suficiente que permita estimar el Techo País aplicable y el incremento admisible, teniendo en cuenta que si se determina que el Techo País aplicable limita la IDR en ME por debajo de la IDR en ML, es posible que se tenga que profundizar en el análisis de Fitch, a fin de que haya suficiente información para asignar un IDR en ME definitivo. Fitch también puede determinar que no se necesita formar una opinión firme sobre el Techo País de todos los países aplicables para aplicar la metodología.

Por ejemplo, cuando se determine que la generación de flujos de caja en HC de unos pocos países con Techo País elevado es suficiente para respaldar una IDR en ME igual a la IDR en ML, es posible que no tenga una opinión sobre los Techos País de otros países que generan una pequeña proporción de los flujos de caja de una entidad. Del mismo modo, cuando una proporción alta de los flujos de efectivo se genera a partir de EBITDA en HC y la IDR en ML es baja, Fitch puede utilizar una evaluación generada internamente como un aproximado para el Techo País. Un comité de calificación determinará si la profundidad del análisis realizado para determinar el Techo País aplicable es suficiente para respaldar la calificación asignada.

Una vez determinado el Techo País aplicable, el siguiente paso es compararlo con la IDR en ML. Si la IDR en ML es inferior o igual al Techo País aplicable, la IDR en ME es prácticamente siempre igual al IDR en ML. Si la IDR en ML es superior al Techo País aplicable, Fitch utilizará el siguiente marco para determinar si es apropiado hacer un ajuste en la IDR en ME por encima del Techo País.

Marco para la Asignar una Calificación por Encima del Techo País

La eficacia de las estructuras financieras o los incentivos que limitan la capacidad o la voluntad de un soberano de obstaculizar el servicio de la deuda externa de un emisor se consideran elementos clave que pueden permitir que la IDR en ME de un emisor supere el Techo País aplicable.

Fitch considera que la duración (o la interrupción del servicio de la deuda del sector privado asociada a ella) será breve cuando se presente una crisis de balanza de pagos y se impongan controles para resolverla, aun y cuando podría durar entre seis y 18 meses. Teniendo esto en cuenta, Fitch evalúa la suficiencia de las reservas de efectivo en el extranjero y la capacidad de generación de efectivo al calificar a una entidad por encima del Techo País.

Si el efectivo en el extranjero (incluida la generación futura de efectivo y las líneas comprometidas disponibles) cubre al menos 12 meses del servicio de la deuda externa en HC (incluida la amortización de la deuda y los intereses), es posible una calificación por encima del Techo País. Del mismo modo, si la cobertura del servicio de la deuda externa HC no alcanza los 12 meses de cobertura, pero otros factores mitigan fuertemente los riesgos de TyC, Fitch aún podría calificar a una empresa por encima del Techo País.

Los factores que pueden permitir que la IDR en ME de un emisor esté por encima del Techo País aplicable, son los siguientes:

Mejoras Estructurales Externas

Un servicio de la deuda externa en HC superior a 18 meses podría justificar un alza mayor de un nivel (*notch)* del Techo País. Dado que la mayoría de las crisis soberanas no suelen durar más de dos o tres años, Fitch podría subirla calificación del servicio de la deuda en tres *notches* por encima del Techo País si el servicio de la deuda externa en HC de 1.5x o superior se mantuviera durante un período mínimo de dos años sobre una base prospectiva y renovable. Fitch observará la tendencia y no es necesario que los umbrales se cumplan exactamente cada año.

Fitch supervisa el tamaño de los activos y los flujos de efectivo mantenidos en el extranjero a través del tiempo. La calidad y la liquidez de los fondos en el extranjero son igualmente críticas, con efectivo y equivalentes de efectivo mantenidos en instituciones financieras de alta calificación (grado de inversión o al menos tres niveles por encima del Techo País aplicable) e instrumentos de alta calidad crediticia.

Muchas empresas con calificaciones superiores al Techo País son exportadoras con flujos de ingresos denominados en ME que se captan y retienen en el extranjero. Desde un punto de vista práctico, podrían utilizarse para pagar el servicio de la deuda externa. Los ingresos captados y retenidos en ME el extranjero suelen ser un factor importante para las calificaciones que superan el Techo País.

A pesar de los riesgos de interferencia gubernamental con los flujos de caja en ME, Fitch cree que los gobiernos reconocen la importancia de un equilibrio entre apropiarse de las HC de un exportador y permitirle mantener suficientes HC para cumplir con sus obligaciones y evitar dañar la capacidad exportadora del país. En consecuencia, Fitch descuenta el EBITDA de exportación en 50% al evaluar la capacidad de un emisor de atender el servicio de su deuda en HC mediante la imposición de controles de cambio de divisas.

Fitch tiene en cuenta los cambios en las leyes y reglamentos que permiten o prohíben a las empresas mantener fondos adecuados en el extranjero, es decir, los requisitos de rescate. A menudo, los soberanos de menor calificación exigen a los exportadores que entreguen o repatríen los ingresos de exportación en un plazo determinado; por ejemplo, en los 180 días siguientes a la exportación.

Si se tiene en cuenta que el plazo de pago es de 30 a 40 días, se obtiene un colchón de efectivo de cuatro a cinco meses que podría utilizarse para el servicio de la deuda en caso de crisis. Algunas empresas extranjeras, como resultado de las normas sobre precios de transferencia, pueden mantener en el extranjero de manera permanente un porcentaje determinado de los ingresos brutos de exportación y hacer lo mismo con los ingresos de cualquier venta de activos en el extranjero.

Guía de Alza de Techo País, Exportaciones y Operaciones en el Extranjero

Guía de alza de *notches* por encima del Techo País aplicable	Razón de cobertura del servicio de la deuda[a] (x)	Número de años mínimo de mantener servicio de deuda externa en HC
+ 1	1.0-1.5	1
+ 2	>1.5	1.5
+ 3	> 1.5	2

[a] (50% de EBITDA en HC por exportaciones + EBITDA por operaciones en el extranjero + liquidez disponible en el extranjero y colateral calificable + líneas de crédito comprometidas no dispuestas en el extranjero y líneas líquidas) / servicio de deuda externa en HC. Nota: Dar más de 3 *notches* al alza es posibles solo en circunstancias limitadas. La cobertura de servicio de la deuda en HC deberá mantenerse a través del período de proyección del escenario de calificación.
Fuente: Fitch Ratings

El enfoque básico de Fitch consiste en evaluar la capacidad del emisor para atender el servicio de la deuda externa en HC, que incluye los intereses y la amortización de la deuda (excluida la financiación comercial a corto plazo) a partir de la generación recurrente de flujo de efectivo en HC y ML o de la liquidez disponible, que la empresa puede optar por no redirigir al país o países en los que es aplicable el Techo País. Esto suele incluir:

- EBITDA de exportación en HC: 50% del país o países en los que se aplica el Techo País;

- Generación de EBITDA en HC y ML en el extranjero de filiales u operaciones en todos los países, excluido el país del Techo País aplicable, siempre que la calificación del Techo País de los países en los que se encuentran las operaciones esté (como mínimo) en la misma categoría de calificación, o bien, hasta tres *notches* por debajo del Techo País aplicable;

- Activos en el extranjero, especialmente activos líquidos en HC definidos por Fitch como efectivo fácilmente disponible (por ejemplo, como resultado de normas que permiten a los exportadores mantener saldos líquidos en el extranjero), mismos que están disponibles para el servicio de la deuda externa en HC. Fitch puede considerar activos de garantía fácilmente negociables con valoración resistente, así como efectivo fácilmente disponible depositado regularmente en cuentas de instituciones financieras calificadas con grado de inversión o al menos tres *notches* por encima del Techo País aplicable; y

- Líneas de crédito comprometidas y líneas de liquidez comprometidas en ME de bancos internacionales de alta calificación, disponibles para pagar deuda en ME en el extranjero, especialmente líneas de crédito sin una cláusula de cambio importante adverso significativa que permita a las empresas recurrir a líneas de crédito comprometidas en ME en caso de crisis soberana u otros eventos de riesgo.

Cuando se trata de compañías multinacionales que tienen deuda asignada en diferentes países (independientemente de la divisa), Fitch también incluye el servicio de la deuda de esos países (tanto HC como LC) que se utiliza en el cálculo de la cobertura del servicio de la deuda en HC al aplicar el marco para asignar una calificación por encima del Techo País.

Apoyo de un Propietario/Socio Extranjero

Un propietario extranjero fuerte o un socio estratégico en el que se pueda confiar como fuente de HC u otro apoyo financiero en ausencia de una garantía formal podría permitir que la IDR en ME de un emisor se calificara por encima del Techo País aplicable.

Trato Preferente por Parte del Soberano

Fitch valorará el historial de trato preferente por parte del soberano a un emisor, incluida la exención de restricciones anteriores de TyC, los requisitos de entrega de los ingresos de exportación y un trato fiscal favorable.

Sin Límite de *Notching* por Encima del Techo País Aplicable

Fitch no impone un límite de escalones por encima del Techo País, ya que la mitigación del riesgo podría, en algunos casos, ser suficiente para justificar una calificación que esté varios escalones por encima del Techo País.

La elevación de más de tres *notches* por encima del Techo País se reserva para créditos con una matriz extranjera fuerte y solidaria y/o con operaciones multinacionales sustanciales que garanticen que la empresa dispone de fuentes de financiación claras fuera del ámbito del soberano o soberanos del Techo País o Techos País aplicables. Esta importante mitigación del riesgo podría darse, por ejemplo, en el caso de una empresa con una matriz extranjera de calificación crediticia elevada que muy probablemente respaldará las obligaciones de servicio de la deuda de su filial. Para más detalles, ver la metodología de "Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria".

Sin embargo, cualquier aumento de la IDR en ME seguiría estando limitado a la IDR en ML del emisor, ya que la IDR en ML actúa como tope de la IDR en ME.

Ejemplos del Techo País Aplicable y Alza por Encima del Techo País a Emisores Multinacionales

En cada ejemplo se parte del supuesto de que el gasto bruto por intereses en HC es de 25, el Techo País es igual a la calificación soberana, y la entidad está domiciliada en un país con calificación soberana de 'B' con filiales de su plena propiedad en los demás países.

En todos los ejemplos siguientes, suponemos que el emisor tiene un EBITDA de exportación en HC. Este es un componente de la cifra de EBITDA en HC y de la cifra total de EBITDA que se utiliza para

determinar el Techo País aplicable. Para simplificar, la cifra real de EBITDA de exportación en HC no se facilita para efectos del cálculo del indicador de cobertura del servicio de la deuda.

Ejemplo 1

Techo País	EBITDA en Divisa Local (LC)	EBITDA en HC	EBITDA Total
BBB+	10	10	20
BBB	15	15	30
BB	10	15	25
BB–	5	20	25

Fuente: Fitch Ratings

El Techo País aplicable es de 'BBB', ya que el total de EBITDA en ML y HC del país calificado en 'BBB+' y del país 'BBB' son suficientes para cubrir el gasto bruto por intereses en HC de EUR25. El Techo País aplicable se fija en el nivel más bajo de estos dos países; es decir, en 'BBB'.

Para calcular el índice de cobertura del servicio de la deuda para evaluar si se debe ir al alza un *notch* por encima del Techo País en relación con el servicio de la deuda externa en HC, solo se pueden tener en cuenta la HC y la ML (10 + 10) del EBITDA generado en el país en 'BBB+', la ML y HC (10 + 15) del EBITDA generado en el país 'BB' y 50% del EBITDA en HC procedente de exportaciones (cifra no disponible) en el país calificado en 'BBB'.

El EBITDA en ML y HC, generado en el país calificado en 'BB–', no puede incluirse, ya que procede de un país cuya calificación está a más de tres *notches* del Techo País aplicable en 'BBB'.

Ejemplo 2

Techo País	EBITDA en ML	EBITDA en HC	EBITDA Total
BBB	10	10	20
BB	5	10	15
B+	15	20	35
B	20	10	30

Fuente: Fitch Ratings

El Techo País aplicable es de 'BB', ya que el total de EBITDA en ML y HC de los países calificados en 'BBB' y 'BB' es suficiente para cubrir el gasto bruto por intereses en HC de EUR25. El Techo País aplicable se fija en el nivel más bajo de estos dos países; es decir, en 'BB'.

Para calcular el índice de cobertura del servicio de la deuda para evaluar si debe superarse el Techo País en relación con el servicio de la deuda externa en HC, puede tenerse en cuenta todo el EBITDA en ML y HC de los países 'BBB', 'B+' y 'B', así como 50% del EBITDA en HC procedente de las exportaciones (cifra no disponible) del país calificado en 'BB'.

Ejemplo 3

Techo País	Techo País	Techo País	Techo País
BBB	10	10	20
BB	10	10	20
BB–	10	10	20
B	10	10	20
B–	10	10	20

Fuente: Fitch Ratings

El Techo País aplicable es de 'BB', ya que el total de EBITDA en ML y HC de los países calificados en 'BBB' y 'BB' es suficiente para cubrir el gasto bruto por intereses en HC de EUR25. El Techo País aplicable se fija en el nivel más bajo de estos dos países; es decir, en 'BB'.

Para calcular el ratio de cobertura del servicio de la deuda para evaluar si es factible superar el Techo País en relación con el servicio de la deuda externa en HC, puede considerarse todo el EBITDA en ML y HC de los países calificados en 'BBB', 'BB−' y 'B', así como 50% del EBITDA en HC procedente de las exportaciones (cifra no disponible) del país en 'BB'. La generación de EBITDA en ML y HC en el país calificado en 'B−' no puede incluirse, ya que procede de un país con una calificación separada por más de tres *notches* del Techo País en 'BB'.

Apéndice 7: Calificación de las Sociedades de Inversión

Esta sección describe cómo Fitch califica las sociedades de inversión. Debe leerse junto con la sección de "Rating Navigator for IHCs" del apéndice de metodología "Sector Navigators - Addendum to the Corporate Rating Criteria".

Definición de Sociedad de Inversión

Fitch define las sociedades de inversión como entidades corporativas cuya actividad principal consiste en poseer participaciones generalmente no mayoritarias en otras compañías, con el fin de generar plusvalías e ingresos por dividendos a largo plazo. La integración operativa entre las diversas inversiones normalmente es inexistente, con acuerdos de financiamiento completamente separados.

Lo que diferencia a las sociedades de inversión de los conglomerados industriales es principalmente la falta de control e integración operativa, el financiamiento organizado sobre una base estrictamente separada y la intención final de enajenar las inversiones para generar plusvalías, aunque con un horizonte de tiempo relativamente largo. Por el contrario, los conglomerados tienden a controlar sus distintas inversiones y a integrarlas al menos dentro de cada línea de negocio, con un enfoque más centrado de financiamiento. Por lo general, las inversiones de los conglomerados no tienen el fin de generar plusvalías de capital para realizarlas.

Los emisores que comparten características tanto de las sociedades de inversión como de los conglomerados industriales se analizarían sobre la base de este marco cuando las filiales que representan la mayoría del valor del grupo no están controladas, o las diversas filiales son mantenidas por la sociedad controladora como inversiones y no como negocios integrados.

Las sociedades controladoras o sociedad de inversión con participaciones mayoritarias de control en filiales con una integración operativa significativa y un enfoque más centralizado de la financiación se analizarían sobre la base de la metodología "Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria".

Las sociedades controladoras o sociedades de inversión en las que la mayor parte del valor de capital de la cartera no proceda de empresas (por ejemplo, de instituciones financieras) se cubrirán por la metodología del sector correspondiente (por ejemplo, la "Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias").

El marco no cubre las sociedades de inversión, los fondos de inversión ni los gestores de activos alternativos (como las empresas de capital inversión y los fondos de cobertura). En función de sus objetivos, los fondos de inversión tienden a mantener un número mayor de inversiones en cartera para reducir el riesgo de un solo nombre. A consecuencia del mayor número de participaciones, la mayoría de las sociedades/fondos de inversión suelen ser inversores más pasivos, mientras que las sociedades de inversión tienden a influir en la estrategia de las empresas en las que invierten. Las sociedades/fondos de inversión pueden calificarse bajo la "Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias".

Sociedades de Inversión frente a Conglomerados y Fondos de Inversión

	Sociedades de Inversión	Conglomerados	Fondos de Inversión
Integración operativa	Ninguna.	Fuerte dentro de cada línea de negocio. Moderado entre las líneas de negocio.	Ninguna.
Número de inversiones o líneas de negocio	Por lo general, entre cinco y diez inversiones representan la mayor parte del valor patrimonial de la cartera.	Normalmente menos de cinco líneas de negocio, pero puede haber un gran número de empresas controladas e integradas.	Cantidad elevada.
Estabilidad de la cartera	Inversiones a largo plazo con interrupciones que suelen	Alta.	Reajuste continuo de las inversiones.

Sociedades de Inversión frente a Conglomerados y Fondos de Inversión

	Sociedades de Inversión	Conglomerados	Fondos de Inversión
	prolongarse durante varios años.		
Control	Algunos puntos porcentuales para grandes participaciones minoritarias y, posiblemente, algunas participaciones de control. Influencia sobre la estrategia, pero sin control en la misma.	La mayoría son participaciones mayoritarias. Estrategia dictada por la sociedad de inversiones.	Generalmente solo participaciones minoritarias. Usualmente con poca o nula influencia en la estrategia o la gestión.
Financiación	Financiación estrictamente separada de la sociedad de inversión y las distintas inversiones.	Cierta financiación centralizada.	Financiación estrictamente separada del fondo de inversión y las inversiones.
Creación de valor	Ganancias de capital e ingresos por dividendos.	Mejorar los flujos de caja de las operaciones, los beneficios consolidados.	Ganancias de capital e ingresos por dividendos.
Fuente de reembolso de la deuda	Por lo general, venta de inversiones o introducción de nuevo capital.	Flujos de efectivo.	Venta de inversiones.
Riesgos principales	Liquidez y acceso al capital: este último depende de la liquidez de los activos y capacidad de monetización, volatilidad de la valoración de la cartera de inversiones y el riesgo financiero.	Volatilidad de los flujos de caja.	Liquidez de las inversiones y su valor, volatilidad de los dividendos y demanda de los inversores.
¿Estos criterios se cubren?	Sí	No	No

Fuente: Fitch Ratings

Aunque este marco se centra en las sociedades de inversión que tienen varias inversiones, también abarca las sociedades controladoras con una participación minoritaria en una única entidad corporativa.

Fitch considera que una sociedad controladora es una sociedad de inversión, aunque tenga participaciones mayoritarias en inversiones, si: tiende a ejercer una influencia moderada sobre la estrategia, en lugar de un control estricto de la inversión; hay poca integración operativa u organizativa entre ambas; la financiación está estrictamente separada; y/o se espera que las inversiones se vendan para obtener aumentos de capital, aunque con un período de tiempo mayor.

A continuación, se describen los elementos que son sustancialmente diferentes en la aplicación del marco general que rige las calificaciones para emisores corporativos y sociedades de inversión.

1. Entorno Operativo

El EO refleja únicamente la ubicación primaria de la propia sociedad de inversión. Concretamente, es probable que el Entorno Económico de una sociedad de inversión sea el lugar donde se encuentra su sede y sus principales activos no destinados a la inversión, así como el lugar donde trabaja su personal y su jurisdicción fiscal. En cambio, para otras empresas con jurisdicciones múltiples, el EO incorpora una evaluación combinada de los países en los que operan las empresas.

2. Administración y Gobierno Corporativo

Este factor se centra únicamente en la propia sociedad de inversión; la evaluación de estos factores para las inversiones de la sociedad de inversión capturado por el promedio ponderado del subfactor

de Fortaleza Crediticia del Portafolio por Valor de Capital relacionado con el factor clave de características crediticias del portafolio.

3. Transparencia y Ejecución de la Estrategia de Inversión

Directrices de inversión claras y bien articuladas benefician la evaluación de la actitud de una sociedad de inversión hacia el riesgo de inversión, proporcionando transparencia y mejorando la previsibilidad de eventos de inversión futuros o monetización.

Fitch también evalúa la adhesión de una empresa a sus directrices, ya que una estrategia claramente articulada pierde sentido cuanto más frecuentemente se desvía de ella una sociedad de inversión para tomar decisiones oportunistas que son contrarias a su estrategia declarada.

Los compromisos estratégicos públicos se considerarían más contundentes que las políticas privadas. Cuando la estrategia no esté explícitamente articulada, Fitch considerará una estrategia que sea fácilmente evidente, a partir de un historial a largo plazo de inversiones y desinversiones, acorde con una evaluación en 'bbb'. Una estrategia que solo sea algo evidente se evaluaría en 'bb'.

4. Apetito de Riesgo e Historial de Inversiones

La propensión al riesgo de una sociedad de inversión y su marco de evaluación y gestión del riesgo afectarán a su perfil crediticio. Por ejemplo, es probable que el efectivo generado por la cartera de inversiones y el valor de capital neto de la cartera sean más estables si los riesgos de negocio y financiero de las inversiones son menores. Por lo tanto, Fitch evalúa la actitud de la sociedad de inversión ante el riesgo de inversiones (por ejemplo, la estabilidad y madurez de sus mercados y sus posiciones de mercado, la coherencia de los dividendos desembolsados, el apalancamiento financiero y la flexibilidad financiera), así como el marco de evaluación del riesgo de las inversiones y los procesos de toma de decisiones de inversión de la sociedad de inversión, siempre que sea posible.

Aunque el historial global de inversión de la cartera se reflejará generalmente en los resultados financieros de la sociedad de inversión, Fitch también examina los rendimientos de la inversión (acumulación de valor y generación de flujo de caja) en relación con los objetivos establecidos y con indicadores más amplios de los resultados del mercado. En la medida de lo posible, estos rendimientos se evalúan frente a inversiones con perfiles de riesgo similares. Por ejemplo, una inversión en un único sector tecnológico que rinda más que el índice de mercado de todos los sectores podría considerarse de escasa rentabilidad si no ha obtenido tan buenos resultados como un índice tecnológico amplio durante el mismo período.

Un historial de malos rendimientos (por ejemplo, amortizaciones sustanciales repetidamente o decisiones de inversión agresivas) no sería en general coherente con una calificación de grado de inversión.

5. Diversificación de la Cartera

Una cartera de inversiones bien diversificada ofrecerá por lo general una estabilidad mayor del valor de capital o de los dividendos generados que una con mayor concentración, ya que las fluctuaciones sectoriales o geográficas específicas del mercado tendrán un impacto global menor.

Fitch considera que una cartera de activos está bien diversificada si la diversificación geográfica de mercado o sectorial es muy fuerte, aunque exista concentración en otra métrica. Del mismo modo, Fitch considerará que una cartera de activos está moderadamente diversificada, aunque presente un fuerte sesgo hacia un único mercado geográfico o sector, siempre que esté bien diversificada según otra métrica. Si la exposición geográfica es solo a una economía grande, Fitch considerará la diversificación regional dentro de esta gran economía al evaluar la diversificación geográfica.

Cuando la participación en el valor de capital del mayor activo indique una categoría diferente de la indicada por la participación en el valor capital de los tres activos principales, Fitch tomará generalmente la categoría inferior como su evaluación para el subfactor de concentración del valor de los activos.

6. Características Crediticias de la Cartera

Fitch evalúa la calidad crediticia media de la cartera de activos (ponderada por el valor de patrimonio de las inversiones) para proporcionar una indicación tanto de la calidad de las inversiones como del riesgo de que el valor de capital caiga bruscamente por dificultades financieras de las inversiones y/o una disminución importante de las distribuciones de dividendos a la sociedad de inversión. Dado que estos riesgos no cambian de forma lineal a lo largo de la escala de calificación (la probabilidad aumenta rápidamente hacia el extremo inferior del espectro de calificación), Fitch pondera la calidad crediticia de cada inversión utilizando los siguientes factores de calificación media ponderada (WARF; *weighted average rating factors*), que se derivan de las frecuencias de impago observadas a 10 años.

Factores de Calificación

Fortaleza Crediticia	Factor de Calificación	Fortaleza Crediticia	Factor de Calificación
aaa	0.136	bb+	8.903
aa+	0.349	bb	11.844
aa	0.629	bb-	15.733
aa-	0.858	b+	19.627
a+	1.237	b	23.671
a	1.572	b-	32.221
a−	2.099	ccc+	41.111
bbb+	2.630	ccc	50.000
bbb	3.162	ccc−	63.431
bbb−	6.039		

Fuente: Fitch Ratings

El siguiente cuadro muestra un ejemplo del cálculo de la fortaleza crediticia promedio ponderada de la cartera, utilizando el enfoque WARF.

Ejemplo – Cálculo Promedio Ponderado de la Fortaleza Crediticia del Portafolio

Activo	Participación del Valor Capital del Portafolio (%)	Fortaleza Crediticia	WARF	WARF x Participacion del Valor Capital del Portafolio
Activo 1	31	b	23.671	7.3
Activo 2	28	bbb-	6.039	1.7
Activo 3	22	bbb+	2.630	0.6
Activo 4	19	a-	2.099	0.4
Total	**100**			**10.0**
				Lo más cercano es bb+ en la escala WARF

Fuente: Fitch Ratings

En este ejemplo, el promedio ponderado de la fortaleza crediticia del portafolio por valor de capital es 'bb+', ya que es la más próxima a 10.0 (el agregado de la última columna del cuadro de ejemplo) en el cuadro del WARF.

Con este fin, la fortaleza crediticia de la inversión se evalúa bajo la "Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas", aprovechando el análisis correspondiente del Navegador Sectorial y/o de los pares. Cuando la inversión no esté cubierta por la "Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas", Fitch aplicará los principios de las metodologías apropiados (por ejemplo, la "Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos", "Metodología de

Calificación de Bancos" o "Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias") para evaluar la fortaleza crediticia de la inversión.

No se requiere una calificación o una opinión crediticia de la inversión, ya que la calidad crediticia de cada inversión es uno de los muchos factores que intervienen en la evaluación del perfil crediticio de una sociedad de inversión. Fitch intentará realizar una evaluación de la fortaleza crediticia de 85% del portafolio de inversiones de la sociedad de inversión por valor, como mínimo. Cuando esto no sea posible, Fitch revelará la proporción del valor del portafolio evaluado, las razones por las que no se ha alcanzado el umbral de 85%, y una explicación de por qué el incumplimiento del umbral no tiene ningún impacto en la calificación de la sociedad de inversión.

La evaluación de la fortaleza crediticia individual de las inversiones se basa en la ML; incorpora los riesgos empresariales y financieros de la entidad, así como los riesgos relativos al EO. Excluye cualquier restricción del Techo País, que refleja el riesgo de que puedan establecerse restricciones de TyC, lo que afecta únicamente a la fortaleza crediticia de la ME. Esto refleja la escasa probabilidad de que las restricciones de TyC se apliquen simultáneamente en todas las jurisdicciones pertinentes. Nuestro enfoque de los riesgos de TyC se describe con más detalle en la sección 10 que se incluye más adelante: riesgos de TyC, incluyendo cuándo los límites máximos por país pueden ser relevantes para los portafolios de inversión con exposición geográfica concentrada.

También evaluamos la calidad y frecuencia de la información disponible sobre las inversiones, ya que esto afectará a la capacidad de Fitch para supervisar la valoración de las acciones y la generación de dividendos. El subfactor de transparencia financiera de las inversiones es un modificador negativo en el factor características crediticias del portafolio; una transparencia baja afectaría a nuestra evaluación general del factor características crediticias del portafolio, pero es improbable que una transparencia alta eleve este factor. La transparencia evaluada se refiere únicamente a las inversiones, ya que la transparencia a nivel de la sociedad de inversión se evalúa en el factor Gestión y gobierno corporativo.

Cuando el factor características crediticias del portafolio se evalúa en 'bb' o por debajo y es más débil que la mayoría de los otros, Fitch generalmente le asignaría una importancia relativa "Mayor" en la evaluación del Navegador porque el valor patrimonial de las inversiones puede deteriorarse rápidamente si se acercan a dificultades financieras e incumplimiento.

7. Estructura Financiera

Dado que la deuda que vence de las sociedades de inversión se sustituye generalmente por deuda similar o se reembolsa en la monetización de activos, las medidas de la deuda en relación con el flujo de caja son generalmente menos pertinentes para las sociedades de inversión que para otras empresas y la razón de LTV reflejan mejor el perfil de financiación de las sociedades de inversión. Las sociedades de inversión pueden monetizar las inversiones para reducir la deuda o utilizar el capital de los activos invertidos como garantía para acceder al mercado de deuda. Por lo tanto, las sociedades de inversión con LTV más bajos tienen una mayor capacidad para obtener deuda, y/o es probable que tengan que monetizar menos de su portafolio de inversiones, para reemplazar la deuda que vence.

Fitch evalúa las métricas de LTV sobre una base bruta y neta de efectivo. En el caso de las participaciones no cotizadas, el valor de los fondos propios se calcula utilizando medidas de mercado pertinentes, como los indicadores valor de empresa/EBITDA o precio/beneficios de empresas similares. Algunas sociedades de inversión pueden mantener un mayor nivel de efectivo con fines de gestión de riesgos (para hacer frente a necesidades imprevistas de liquidez relacionadas con el servicio de la deuda) o como fondo de reserva para inversiones, o ambas cosas. Fitch daría más valor a los LTV netos, en los que dicho efectivo se deduce de la deuda en el numerador, si se mantiene sistemáticamente un saldo de efectivo con fines de mitigación del riesgo.

La valoración del portafolio tiende a ser volátil, especialmente si el portafolio de una sociedad de inversión se concentra en un número relativamente limitado de participaciones, y la monetización puede ser difícil, especialmente si una sociedad de inversión posee participaciones relativamente grandes. Además, puede producirse un rápido deterioro del valor de capital en caso de que la

inversión sufra dificultades financieras. Por estas razones, el LTV coherente con cada nivel de calificación es relativamente bajo.

Fitch también calcula las LTV sobre una base de valoración estresada debido a la volatilidad potencial del valor de las acciones del portafolio. En el caso de las participaciones cotizadas, Fitch recorta el precio actual de la acción en tres veces la desviación típica de la variación porcentual intermensual del precio medio de la acción (mes natural) observada en el período más corto de 10 años o el más largo disponible. En el caso de las participaciones no cotizadas, Fitch adopta como aproximación un enfoque más conservador para la valoración utilizando medidas de mercado pertinentes o un recorte de valoración de un comparable público, como se describió anteriormente,. Se otorgará mayor peso a la LTV estresada cuando exista una diferencia significativa (una categoría o más, según el Navegador de Calificación) entre la LTV no estresada y la estresada, indicando una mayor volatilidad del valor del portafolio.

Las sociedades de inversión con un portafolio de activos no líquidos o que son muy indispuestos a obtener capital mediante la venta de activos (incluida la imposibilidad de desinvertir por el compromiso de mantener un nivel mínimo de propiedad) dependerán más del efectivo generado por las inversiones para obtener y pagar la deuda. En el caso de estas sociedades de inversión, es probable que Fitch dé más peso al apalancamiento basado en el flujo de liquidez (subfactor deuda a nivel de sociedad de inversión a efectivo recurrente recibido) que a la razón de LTV. El efectivo recurrente recibido comprende dividendos, comisiones y cualquier ingreso recurrente similar.

Fitch también evalúa el desajuste monetario entre la deuda de una sociedad de inversión y el valor patrimonial de sus inversiones o los ingresos en efectivo procedentes de las mismas. Cuanto mayor sea el desajuste, mayor será el riesgo de que el apalancamiento y el servicio de la deuda se vean afectados por las fluctuaciones monetarias. Se trata de un factor asimétrico; una puntuación más débil en este subfactor podría pesar en la puntuación global del factor de estructura financiera, pero una evaluación más fuerte que las puntuaciones de otros subfactores no elevará la evaluación del factor.

8. Flexibilidad Financiera

La flexibilidad financiera es clave para la fortaleza crediticia de una sociedad de inversión y se evalúa a través de los cinco subfactores que se mencionan a continuación. En general, las sociedades de inversión cumplen sus obligaciones de capital a partir de la monetización de activos, sustitución de financiamiento similar o liquidez no utilizada en lugar de flujos de efectivo provisionados de las inversiones. Por lo tanto, la liquidez de activos y la liquidez de fácil acceso son a menudo de mayor importancia para la flexibilidad financiera que la cobertura de efectivo y la estabilidad y control de los flujos de caja recurrentes de la sociedad de inversión.

Liquidez de Activos

La capacidad de disponer fácilmente de las inversiones es una fuente importante de flexibilidad financiera. Una diversificación amplia del portafolio ayuda a preservar la capacidad de vender activos en todo momento, mientras que la concentración en activos de un único mercado emergente, por ejemplo, podría considerarse negativa, porque la profundidad de estos mercados tiende a ser relativamente limitada. La evaluación se centra en la capacidad de una sociedad de inversión para vender sus inversiones con razonable rapidez sin desencadenar un descenso significativo del valor de los activos.

El siguiente cuadro ofrece ejemplos de los tipos de activos previstos para cada categoría de evaluación.

Ejemplos del Portafolio de Activos

Calificación	Descripción del Portafolio
a	Portafolio de activos donde existe un mercado profundo y establecido, activos con grado de inversión y valores ampliamente distribuidos.

bbb	Portafolio de activos en la que existe demanda del mercado, aunque relativamente menos estable en comparación con la categoría de calificación 'a', activos con grado de inversión y valores de amplia distribución.
bb	Portafolio de activos en la que existe demanda del mercado, pero que podría ser susceptible de algunos problemas modestos de estabilidad, activos con o sin grado de inversión y una distribución de valores moderadamente amplia.
b	El portafolio de activos puede incluir activos sin grado de inversión, participaciones no cotizadas/concentradas potencialmente con un free float limitado, activos cotizados con impedimentos significativos para su venta, activos muy susceptibles al sentimiento del mercado y activos con restricciones significativas para su disposición, activos débiles de mercados emergentes.
ccc	La totalidad o casi la totalidad del portafolio de activos no cotiza en bolsa, cotiza con un capital flotanto limitado o no puede monetizarse fácilmente por cualquier otro motivo.

Fuente: Fitch Ratings

Liquidez de Fácil Acceso

La refinanciación es un riesgo clave para las sociedades de inversión, ya que su apalancamiento de flujo de efectivo tiende a ser elevado y, por lo general, la deuda no puede reducirse significativamente mediante la distribución de efectivo procedente de los activos. La venta de activos o el refinanciamiento suelen ser necesarias para repagar la deuda vencida.

La venta de inversiones y el refinanciamiento de la deuda vencida pueden resultar difíciles en períodos disruptivos del mercado. Además, los dividendos recibidos podrían limitarse durante los períodos de incertidumbre económica. Por lo tanto, es importante que las sociedades de inversión mantengan un colchón de liquidez suficiente para cubrir dichos períodos y evitar concentraciones en los pagos de deuda. Las posiciones de liquidez deberían, por tanto, cubrir un período más largo que el de una entidad corporativa no financiera típica.

Fitch define la puntuación de liquidez disponible con referencia al número de meses (según se define en el Navegador de Calificación), para que el siguiente indicador de liquidez supere 1.25x, en el cual el flujo de fondos libre y los vencimientos de deuda son sobre el número de meses especificado en el Navegador Sectorial:

> *(efectivo + líneas de crédito comprometidas disponibles y no utilizadas con un amplio margen para cumplir las obligaciones financieras + flujo de fondos libre)/(vencimientos de deuda)*

También se pueden deducir los compromisos de financiación de capital e inversiones en el numerador, cuando se considere que son probables. Los activos altamente líquidos pueden considerarse para compensar un déficit temporal de liquidez.

Cobertura de Efectivo de las Sociedad de Inversión

Fitch utiliza la cobertura de efectivo para evaluar la capacidad de una sociedad de inversión de cubrir de forma sostenible las obligaciones de intereses, sus propios costes operativos y los impuestos, a partir del efectivo recibido recurrentemente. Es un indicador de la capacidad de una sociedad de inversión para hacer frente a los compromisos recurrentes sin recurrir a líneas de crédito, obtener capital nuevo o monetizar activos.

La cobertura de efectivo de la sociedad de inversión se define como: efectivo recurrente recibido/[(intereses + impuestos + gastos) de la sociedad de inversión].

Estabilidad y Control de los Flujos de Efectivo Recurrentes

La probabilidad de dividendos estables en el futuro (mostrada por la variabilidad del pasado y la probabilidad de restricciones en el futuro de de dividendos provenientes de las inversiones) así como la capacidad de influir en las políticas de distribución de dividendos de las inversiones pueden llevar a una mayor certidumbre sobre la capacidad de cumplir los compromisos de intereses sin obtener capital nuevo o monetizar activos.

Disciplina Financiera

Fitch evalúa la disciplina financiera de una sociedad de inversión, de forma similar a todos los demás Navegadores de Sector corporativos. Fitch se enfoca en la claridad y el conservadurismo de la política financiera, así como en el cumplimiento de la política divulgada.

9. Acceso al Capital

Aunque el acceso al capital es una forma de flexibilidad financiera, Fitch lo evalúa por separado porque un acceso débil al capital tiene la capacidad de limitar significativamente la calificación de una sociedad de inversión. Las sociedades de inversión con acceso a muchos y profundos mercados de capital serán más capaces de obtener fondos para cumplir con sus obligaciones en caso de que otras fuentes de liquidez sean inadecuadas o poco atractivas. Una base limitada de inversiones libres de gravámenes (es decir, las participaciones en inversiones no comprometidas) también pueden debilitar una evaluación, ya que esto es indicativo de menor flexibilidad para obtener financiamiento adicional.

10. Riesgos de TyC

Fitch considera improbable que se impongan controles de TyC en múltiples jurisdicciones al mismo tiempo, lo que reduce la relevancia de Techos País para las sociedades de inversión con carteras de inversión diversificadas geográficamente. No obstante, los Techos País de las inversiones pueden llegar a ser relevantes para el análisis de portafolios con concentración geográfica, porque la imposición de controles de TyC puede afectar la capacidad de una sociedad de inversión para:

- obtener el valor total por la monetización de las inversiones a un comprador dispuesto a pagar en una divisa no afectada, ya que es probable que un comprador descuente cualquier oferta en tales circunstancias; y
- cumplir las obligaciones en ME a partir de los flujos de caja generados por las inversiones, o de los ingresos recibidos en la moneda local de la inversión procedentes de la monetización de las acciones.

Fitch limitará la IDR en ML de una sociedad de inversión al Techo País de cualquier jurisdicción que represente 75% o más del valor de los fondos propios de la cartera de la sociedad de inversión. Fitch reflejará una exposición significativa a cualquier jurisdicción, entre 50% y 74% de la valoración de los fondos propios de su portafolio, limitando el factor de características crediticias del portafolio al Techo País. En ambos casos, este enfoque se adopta únicamente si la calidad crediticia de la ME de las inversiones está limitada al nivel del Techo País.

En el "Apéndice 6: Calificaciones por Encima del Techo País" la calidad crediticia en ME de una inversión puede ser superior al Techo País o puede no aplicarse el Techo País si existiesen operaciones multinacionales sustanciales que garanticen que la empresa dispone de fuentes de financiamiento claras fuera del ámbito del soberano. En este último caso, la calidad crediticia en ME sería la misma que la calidad crediticia en ML.

Cuando la calidad crediticia de la ME de una inversión no está limitada por el Techo País (es decir, es la misma que la calidad crediticia de la ML), el valor de esa inversión se excluye del numerador del indicador anterior para evaluar si se cumplen los umbrales de 75% o 50%.

Cuando la calidad crediticia de la ME de una inversión esté limitada por estar por encima del Techo País, el límite aplicable al IDR en ML de la sociedad de inversión o al factor características crediticias del portafolio será un promedio de los perfiles crediticios de la ME de la inversión limitada por el Techo País en esa jurisdicción, ponderada por el valor del capital aplicable.

Estas disposiciones de los dos párrafos anteriores solo se aplican cuando la calidad crediticia de la ME de la inversión supera el Techo País debido a operaciones o líneas de crédito comprometidas fuera de la jurisdicción del Techo País. No se aplican si la calidad crediticia de la ME de la inversión supera el Techo País debido únicamente al apoyo implícito de la sociedad de inversión.

La tabla siguiente muestra un ejemplo en el que una sociedad de inversión tiene dos inversiones, X e Y, en una jurisdicción con un Techo País de 'B–'.

Ejemplos de Impacto en el Techo País

Participacion de Valordel Activo X en el Portafolio (%)	Participacion de Valor del Activo Y en el Portafolio (%)	Calidad Crediticia en ME del Activo X	Calidad Crediticia en ME del Activo Y	Impacto	Racional
40	20	Limitado a 'B–'.	Limitado a 'B–'.	Factor de características crediticias de la cartera limitado a 'B–'.	El valor total de los activos en ME restringidos es superior a 50%, pero inferior a 75%.
20	55	Limitado a 'B–'.	Limitado a 'B–'.	IDR en ML de la sociedad de inversión limitada en 'B–'.	El valor total de los activos en ME restringidos es igual o superior a 75%.
55	20	Sin restricciones en 'B+'. (e.g., ME = ML)	Limitado a 'B–'.	Sin impacto.	La calidad crediticia del ME del activo X no se ve limitada por el techo país, por lo que menos de 50% (e.g., 20%) del valor de la cartera se ve afectado por el techo país.
40	40	Limitado a 'B–'.	Limitado a 'B+'. (e.g., techo país +2 *notches*).	IDR en ML de la sociedad de inversión limitada en 'B'.	El valor total de los activos en ME restringidos es de 75% o superior. Límite en el promedio ponderado por valor de las calidades crediticias restringidas.
30	30	Limitado a 'B–'.	Limitado a 'B+'. (e.g., techo país +2 *notches*)	Factor de características crediticias de la cartera limitado en 'B'.	El valor total de los activos en ME restringidos es superior a 50% pero inferior a 75%. Límite en el promedio ponderado por valor de las calidades crediticias restringidas.
25	55	Sin restricciones en 'B+'. (e.g., ME = ML)	Limitado a 'B+' (e.g., techo país +2 *notches*).	Factor de características crediticias de la cartera limitado en 'B+'.	El valor total de los activos en ME restringidos es superior a 50%, pero inferior a 75%. Límite en el promedio ponderado por valor de las calidades crediticias restringidas.
25	55	Sin restricciones en 'B–'. (e.g. ME = ML)	Limitado a BB– (e.g. techo país +3 *notches*).	Factor de características crediticias de la cartera limitado en 'BB–'.	El valor total de los activos en ME restringidos es superior a 50% pero inferior a 75%. Límite en el promedio ponderado por valor de las calidades crediticias restringidas.
30	60	Limitado a 'B–'.	Limitado a 'BB–' (e.g. techo país +2 *notches*).	IDR en ML de la sociedad de inversión limitada en 'B+'.	El valor total de los activos en ME restringidos es de 75% o superior. Límite en el promedio ponderado por valor de las calidades crediticias restringidas.

Fuente: Fitch Ratings

Fitch podría no limitar la IDR en ML de una sociedad de inversión, o el factor de características crediticias del portafolio, si existiesen consideraciones mitigantes, tales como:

- liquidez muy robusta en la sociedad de inversión (excluyendo la monetización de activos o flujos de caja de inversiones en la jurisdicción del límite potencial); o

- una trayectoria clara y creíble a corto plazo para reducir sustancialmente la exposición a la jurisdicción del límite potencial. Esto podría implicar que la sociedad de inversión trabaje activamente hacia la diversificación geográfica o nuestra expectativa de que la concentración de valor se debe a la volatilidad del mercado a corto plazo.

En cualquier caso, las calificaciones ME de una sociedad de inversión estarán generalmente limitadas por el Techo País de la jurisdicción en la que opera la propia sociedad de inversión.

Apéndice 8: Navegadores de Sector

Los navegadores de sector aplican únicamente para calificaciones en escala internacional. Para más detalle, puede consultar el apéndice "Sector Navigators – Addendum to the Corporate Rating Criteria".

Apéndice 9: Señales de Vulnerabilidad Climática

Las señales de vulnerabilidad climática aplican únicamente para calificaciones en escala internacional. Para más detalle, puede consultar el reporte "Climate Vulnerability Signals for Corporates".

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

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones siguiendo este enlace: https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings. Además, las definiciones de calificación de Fitch para cada escala de calificación y categorías de calificación, incluidas las definiciones relacionadas con incumplimiento, están disponibles en www.fitchratings.com 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 © 2023 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.