FitchRatings

Metodología de Calificación de Puertos

Metodología de Sector Específico

Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Estructura e Información	5
Riesgo de Construcción	6
Riesgo de Operación	6
Riesgo de Ingreso - Volumen	8
Riesgo de Ingreso - Precio	11
Desarrollo y Renovación de Infraestructura	11
Estructura de Deuda	12
Perfil Financiero	13
Modelos	15
Métricas	16
Riesgos de Contraparte	17
Análisis de Pares	17
Supuestos de Sensibilidad de Calificación	18
Variaciones Metodológicas	19
Fuentes de Información	19
Limitaciones	19

Esta metodología es una traducción del reporte en inglés titulado "Ports Rating Criteria", de fecha 24 de marzo de 2020. Este reporte actualiza y reemplaza la traducción previa del 24 de octubre de 2018, con el mismo título.

Metodologías Relacionadas

Infrastructure and Project Finance Rating Criteria (Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos) (Marzo2020)

Analistas

EE.UU./Canadá

Emma Griffith
+1 212 908 9124
emma.griffith@fitchratings.com

Stacey Mawson
+1 212 908 0678
stacey.mawson@fitchratings.com

Europa, Medio Oriente y África

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

Shyamali Rajivan
+44 20 3530 1733
shyamali.rajivan@fitchratings.com

Latinoamérica

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

Alcance

Esta metodología se utiliza para calificar deuda emitida por puertos marítimos en todo el mundo y aplica tanto a empresas portuarias como a instalaciones individuales/multiterminales con historial operativo, que pueden estar bajo una gran variedad de modelos de propiedad. Esta metodología también aplica a empresas que son propietarias de instalaciones portuarias en varias ubicaciones.

La metodología abarca préstamos de deuda respaldados por la generalidad de los ingresos (es decir, todos los ingresos de operación de las empresas portuarias), así como aquellos con fuentes de ingresos más limitadas como arrendamiento de instalaciones. La metodología aplica tanto a calificaciones nuevas como para el seguimiento de calificaciones existentes. Puede complementar otras metodologías relevantes de Fitch Ratings cuando se califiquen financiamientos que estén garantizados sustancialmente por impuestos *ad-valorem*, financiamientos corporativos que no estén basados en el análisis de activos específicos, operaciones de bienes raíces relacionadas con puertos, y financiamientos estructurados/bursatilizados. Los niveles de calificación se refieren a la escala internacional de calificaciones crediticias de Fitch y reflejan la calidad crediticia individual sin considerar ningún incentivo externo o el apoyo del gobierno.

Los riesgos y limitaciones de esta metodología que son comunes para toda la deuda relacionada con proyectos de infraestructura y financiamiento de proyectos no se abordan aquí, sino que se discuten en la "Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos" (metodología maestra, "Infrastructure and Project Finance Rating Criteria"). Las tablas de atributos no son prescriptivas, sino que brindan orientación cualitativa para la evaluación de los riesgos de un proyecto y constituyen únicamente una parte del proceso de calificación. Los comentarios de acción de calificación que abordan acciones de calificación específicas describirán los factores relevantes de cada proyecto. La influencia relativa de los factores cualitativos y cuantitativos varía entre entidades.

Factores Clave de Calificación

Aunque el análisis de puertos incluye el análisis de los riesgos comunes para toda deuda de infraestructura y de financiamiento de proyectos, como regla general, el riesgo de ingresos tiene la influencia más directa en las calificaciones de puertos, pero el elemento más débil puede atraer una mayor ponderación analítica. Los principales factores clave de calificación de puertos incluyen los siguientes.

Riesgo de Ingreso – Volumen: Cubre el rol del puerto, la naturaleza de las operaciones y atributos de las instalaciones, incluyendo conectividad intermodal, características de la demanda de mercados locales y de tránsito, y exposición, en caso de aplicar, a otras alternativas de competencia que impactan el tamaño y la diversidad del servicio. Fitch también analizará los fundamentos económicos del volumen del comercio, incluidas las características de comercio, la combinación de cargas y las contrapartes asociadas.

Riesgo de Ingreso – Precio: Se analiza la generación de ingresos o flujo de efectivo de acuerdo a lo que estipulan el marco jurídico y el modelo operativo del puerto, incluyendo disposiciones contractuales y/o regulatorias entre el puerto, la jurisdicción anfitriona y sus socios comerciales.

Desarrollo y Renovación de Infraestructura: Se consideran la planeación, la administración y el financiamiento del desarrollo y renovación de la infraestructura.

Estructura de Deuda: Se contempla la composición de instrumentos financieros, garantía, pruebas adicionales de apalancamiento, límites en la distribución, posición de liquidez y detonantes financieros.

Perfil Financiero: Consiste en una evaluación de la resiliencia del flujo de efectivo para apoyar el pago oportuno de deuda, así como de métricas financieras y operativas sobre una base histórica y proyectada, incluyendo el análisis de sensibilidad.

Evaluaciones de Factores de Calificación para Puertos

	Riesgo de Ingreso: Volumen	Riesgo de Ingreso: Precio	Desarrollo y Renovación de Infraestructura	Estructura de Deuda
Descripción	• Características de mercados locales y del tránsito y la ubicación del puerto • Características de la carga que se maneja en el puerto	• Capacidad para mantener ingresos, ya sea a través de medidas contractuales o flexibilidad en las tarifas	• Enfoque en programa de inversión de capital, incluyendo la planeación, fuentes de financiamiento y administración	• Perfil de vencimiento de deuda de tasa fija/variable • Perfil de amortización y riesgo de refinanciamiento • Flujo de fondos, prueba de distribución y reservas
Atributos Más Fuertes	• Principal puerto de escala • Demanda estable de los mercados locales, posición competitiva fuerte en la cadena de suministro, con volatilidad relativamente baja • Diversidad de las líneas de negocio, tipos de carga y/o clientes • Carga de alto valor • Baja elasticidad de precios • Buen ingreso/egreso con acceso eficiente y capacidad multimodal	• Capacidad fuerte para modificar tarifas, o bien, presencia de contratos en firme de compra (*take-or-pay*), arrendamientos de largo plazo o garantías mínimas	• Mecanismos fuertes para la planeación de mejoras de inversión de capital (PMC) y fondeo, contrapartes con experiencia manejando el proceso, y buen diálogo con las navieras, ferrocarriles y la comunidad • Inversiones significativas de arrendatarios de calidad alta • Acceso a niveles altos de exceso de flujo de efectivo o fondeo externo para mantener los activos • Marco regulatorio que permite recuperación completa del gasto vía ajustes en las tarifas (cuando es aplicable) • Capacidad del puerto muy por encima de los pronósticos de desempeño de mediano plazo	• Deuda preferente • No existe exposición considerable al riesgo de refinanciamiento (ej. deuda completamente amortizable) • No existe exposición considerable a tasas de interés variables. • No existe desequilibrio proveniente de instrumentos derivados. • Paquete fuerte de obligaciones contractuales y reservas (ej. fondo de reserva de servicio de deuda de 12 meses, o pruebas de distribución de dividendos robusta). • Desapalancamiento escalonado, con el barrido de caja de una parte significativa del flujo de efectivo en exceso para el repago de la deuda
Atributos de Fortaleza Media	• Puerto de escala secundario • Exposición mayor/competencia mayor para las cargas de tránsito y volatilidad relativamente moderada • Cierta dependencia de líneas de negocio, tipos de carga o clientes en particular • Exposición mayor a materias primas volátiles o tipos de carga • Elasticidad de precio de la demanda a incrementos en las tarifas de baja a moderada • Buen ingreso/egreso con algunas limitaciones de acceso y/o algunos límites en la capacidad multimodal	• Capacidad moderada para modificar tarifas, o contratos más limitados, arrendamientos más cortos y/o garantías más limitadas	• Mecanismos moderados para la planeación, incertidumbre con respecto al nivel de inversión requerido o la participación de arrendatarios existentes; algunas mejoras especulativas con costo a cargo del puerto • Menos inversión significativa por parte de arrendatarios/ operadores o inversión que es fácilmente reemplazable • Acceso a niveles moderados de exceso de flujo de efectivo o fondeo externo para mantener los activos • Marco regulatorio que proporciona una recuperación adecuada del gasto a través del ajuste en tarifas (en caso de ser aplicable) • La capacidad del puerto requiere cierta ampliación o renovación para adaptarse a los pronósticos de desempeño de mediano plazo	• Deuda no preferente con subordinación limitada • Exposición limitada al riesgo de refinanciamiento (ej. uso moderado de vencimientos de pago único o emisores grandes con acceso a mercados establecidos y administración activa de diversos vencimientos de pago único) • Cierta exposición a tasas de interés variables • Cierto desequilibrio proveniente de instrumentos derivados • Paquete adecuado de obligaciones contractuales y reservas de liquidez (ej. fondo de reserva de servicio de deuda de seis meses) • Apalancamiento estable o desapalancamiento moderado
Atributos Más Débiles	• Puerto de escala más pequeño • Concentración alta de líneas de negocio, tipos de cargas o clientes altamente concentrados, que produce una volatilidad relativamente alta • Exposición elevada a la competencia por carga o tipos de carga extremadamente especializados • Acceso más limitado al mercado • Elasticidad del precio de demanda no probada o alta • Limitaciones de ingreso/egreso; cierta infraestructura inadecuada	• Capacidad limitada para modificar tarifas, contratos débiles, arrendamientos cortos o de mes a mes, o falta de garantías mínimas vigentes	• Mecanismos de planeación débiles, historial de mantenimiento diferido y/o excesos de costos • Inversión baja a nula de arrendatarios/operadores; acceso limitado a exceso de flujo de efectivo o fondeo externo para mantener los activos • Inversión especulativa significativa planeada o llevada a cabo • Marco regulatorio que no da lugar a una recuperación significativa del gasto a través del ajuste de tarifas (en caso de ser aplicable). • La capacidad del puerto requiere una gran ampliación o renovación para adaptarse a los pronósticos de rendimiento de mediano plazo	• Deuda muy subordinada expuesta a, o afectada negativamente por, características proteccionistas de la deuda preferente • Riesgo considerable de refinanciamiento (ej. uso significativo de estructuras de vencimiento de pago único o concentradas al final del plazo) • Exposición significativa a tasas de interés variables • Uso de derivados que causa una exposición desequilibrada • Paquete de obligaciones contractuales y reservas de liquidez débiles (ej. fondo de reserva de servicio de deuda de menos de seis meses) • Apalancamiento creciente
Puntos de	• Desglose de cargas (%)	• Términos del contrato de	• Tamaño y dependencia del PMC	• Porcentaje de deuda a tasa

Referencia Relevantes[a]	• Proporción de cargas destinadas para consumo local versus cargas de tránsito • Concentración de arrendatarios • Elasticidad de precios	arrendamiento • Términos de concesión • Garantías anuales mínimas (GAM) como porcentaje del total de ingresos	en el crecimiento futuro • Mezcla de fuentes de fondeo (privadas, subsidios, bonos) • Relación con propietarios • Retornos mínimos /rendimientos contratados mínimos o pronósticos razonables	fija/variable • Deuda amortizable o pago único al vencimiento • Porcentaje sujeto a riesgo de refinanciamiento • Obligaciones de tasa • Límites de apalancamiento • Restricciones en las distribuciones • Valor de mercado de la posición de los derivados • Nivel de reservas/provisiones • Pruebas de distribución

[a] Los acrónimos se describen en el glosario en la página 5. Para definiciones de otros términos clave, también véase la sección "Métricas" en la página 18.

Fuente: Fitch Ratings

Evaluaciones de Factores de Calificación para Puertos (Continuación)

Perfil Financiero	Este factor clave de calificación considera métricas para liquidez, cobertura del servicio de deuda y apalancamiento en el contexto del perfil de riesgo total determinado con base en la revisión de los demás factores clave de calificación. Un puerto que cuenta principalmente con atributos de Fortaleza Media podría ser calificado en la categoría BBB con indicadores de cobertura del servicio de deuda de 1.2 veces (x)–1.4x en el caso de calificación, o bien, por debajo de grado de inversión con indicadores de cobertura por inferiores a 1.2x. Además, la calificación de un proyecto puede estar limitada por una evaluación Más Débil de un factor clave de calificación a pesar de que se cuente con indicadores de cobertura de 1.2x y superiores. Esto se discute con mayor detalle en la sección "Análisis Financiero".
Riesgo de Construcción	Para los proyectos nuevos, este factor clave de riesgo se evalúa utilizando el marco analítico descrito en "Riesgo de Construcción" de la metodología maestra "Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos". El marco se utiliza para obtener la máxima calificación posible durante la fase de construcción, basado en la escala y la complejidad, los contratistas y el plan de implementación, la capacidad de reemplazar al contratista y los términos contractuales fundamentales, al igual que el nivel de liquidez disponible para apoyar un proyecto en caso de incumplimiento del contratista.
Importancia Relativa de los Factores Clave de Calificación	Los factores clave de calificación del riesgo de ingreso (precio y volumen) tienen, por lo general, la influencia más directa en las calificaciones de los aeropuertos en operación. El atributo de desarrollo y renovación de infraestructura tiene a menudo una importancia relativamente menor para el análisis de calificación, ya que las inversiones de mantenimiento y expansión del proyecto son generalmente supervisadas y controladas de forma regular. La estructura de deuda tiene una influencia más alta relativa en el análisis de calificación, dado que las obligaciones contractuales, la seguridad y otras características protectoras incluidas en la estructura de deuda otorgan una mejor protección a los acreedores.

Fuente: Fitch Ratings.

Marco para el Rango de Calificaciones de Puertos

A lo largo de la metodología se desarrollan varios conceptos importantes, los cuales incluyen la resiliencia de la demanda tanto para cargas aplicables como para los mercados a los que se brinda servicio, la flexibilidad financiera para contrarrestar la volatilidad asociada históricamente con socios comerciales globales, y las prácticas de administración de riesgos que abordan el desarrollo de la infraestructura y el apalancamiento.

En la cartera de puertos calificada por Fitch, las calificaciones van generalmente desde la categoría AA hasta la BB. La banda de calificaciones es amplia, pero la mayoría cae en las categorías de grado de inversión A o BBB. Los puertos son empresas intensivas en inversión de capital, que tienen generalmente un apalancamiento mayor que una entidad corporativa calificada de forma comparable, y tienden a tener negocios concentrados geográficamente. Además, los dueños y operadores de los puertos propenden a lidiar con contrapartes corporativas cuya calidad crediticia oscila entre el grado de inversión y el grado especulativo, como suele ser el caso de activos de infraestructura. Como resultado, es poco probable que Fitch califique puertos por encima de la categoría AA.

Estructura e Información

Uso de Reportes de Expertos y Calidad de la Información

Los estudios de rendimiento y viabilidad financiera de puertos, ya sean creados por terceros o por la administración portuaria, proporcionan información sobre volúmenes de rendimiento actual e histórico, planes de construcción y fuentes de financiamiento, así como pronósticos de cargas e ingresos que sustentan las proyecciones operativas y financieras. La información sobre el puerto puede provenir del emisor, sus asesores o fuentes públicas. Fitch considerará la prudencia de los supuestos subyacentes de un estudio, incluyendo factores macroeconómicos clave, en el contexto del desarrollo histórico y las condiciones que pueden afectar los resultados futuros

Por lo general, la calificadora considera un informe como sólido si incluye, entre otros aspectos, una evaluación de las siguientes cuestiones:

- una descripción de las instalaciones del puerto;
- un análisis de las cargas clave que se mueven en el puerto, así como la mezcla y concentración de los socios comerciales, con datos en los perfiles de rendimiento, tendencias de mediano y largo plazo del historial de servicio y cargas, e información de mercado y económica de soporte;
- un análisis de mercado de los destinos (tamaño del mercado, local contra participación de cargas de tránsito) y grado de competencia de instalaciones portuarias alternas;
- proyecciones y racional para los niveles de rendimiento de cargas futuras, incluyendo un análisis de los factores que impulsan la oferta y demanda de cargas en el puerto a futuro;
- resumen de los acuerdos contractuales para las operaciones financieras portuarias que se incluyen tanto en los documentos relacionados con la deuda como en los acuerdos de operación o arrendamiento (incluyendo las garantías mínimas anuales, o GMA), y el marco regulatorio;
- discusión sobre los derechos del arrendatario/transportista para usar el puerto de anclaje y cualquier disposición para la aprobación de gastos de capital;
- un análisis de los gastos operativos, incluyendo factores clave de costo, volatilidad, relaciones y negociaciones de sindicatos/contratos colectivos, flexibilidad de la base de costos (ligada a un índice de precios al consumidor, proporciones fijas, generalidades de los contratos principales), y seguros;
- discusión sobre inversiones de capital planeadas (de mantenimiento y de expansión) y fuentes de financiamiento anticipadas, incluyendo liquidez, coinversiones, proyectos conjuntos (*joint ventures*) u otros factores mitigantes (es decir, contratos de concesión o explotación) y observando, cuando sea factible, cómo tales mejoras tienen un efecto en la eficiencia relativa del puerto y su posición competitiva;

Glosario

- PBA: prueba de bonos adicionales.
- FEDSD: flujo de efectivo disponible para el servicio de la deuda.
- PMC: programa de mejoras de capital.
- RCSD: razón de cobertura del servicio de la deuda.
- UAFIDA: utilidad antes de gastos financieros, impuestos, depreciación, y amortización.
- RCI: razón de cobertura de interés.
- RCVC: razón de cobertura durante la vida del crédito.
- SDMA: servicio de deuda máximo anual.
- GMA: garantía mínima anual.
- Opex: gasto de operación.
- Capex: gasto de inversión de capital.
- Efectivo no restringido: efectivo e inversiones no restringidos en el balance general disponibles para el servicio de la deuda.

Ver también las definiciones de los indicadores en la página 18.

- proyecciones financieras que incorporen supuestos para la deuda futura, incluyendo la participación cubierta por acuerdos contractuales, y otros ingresos relevantes no operativos o no comprometidos que puedan aplicarse para compensar los pagos del servicio de deuda.

Para la evaluación de calificaciones iniciales, Fitch espera recibir y evaluar la mayoría de los asuntos anteriores. Para una revisión de monitoreo, Fitch reconoce que no todas las evaluaciones se actualizarán anualmente. El peso que la calificadora dé a las proyecciones del emisor y a los reportes de terceros variará con base en una combinación de factores. Estos incluyen la calidad de la información proporcionada, el alcance y naturaleza del plan de inversión de capital del puerto, y el período de datos operativos históricos disponibles. A pesar de que la falta de un informe de terceros puede considerarse como un factor crediticio negativo, esto puede ser mitigado en la medida en que la administración haya desarrollado sus propias proyecciones razonables internas utilizando personal calificado (siempre que las proyecciones anteriores hayan demostrado ser confiables y objetivas) y siempre que se trate de un activo maduro.

Además, en los casos en que los supuestos del emisor se consideren optimistas, Fitch solicitará que se prueben escenarios adicionales o desarrollará su propio conjunto de supuestos. Por último, la falta de información oportuna o suficiente sobre los movimientos de cargas, de arrendamiento o sobre el desempeño financiero puede provocar que la calificadora no asigne una calificación inicial al puerto o retire una calificación existente.

Para obtener información más detallada sobre el enfoque de Fitch al modelar supuestos y pronósticos, por favor, consulte las secciones “Perfil Financiero – Caso Base, Caso de Calificación y Sensibilidades” más adelante en este informe.

Riesgo de Construcción

Para los puertos en construcción, Fitch considera que un contrato de ingeniería, suministro y construcción (EPC, por sus siglas en inglés) exhaustivo es una forma razonable de mitigar riesgos de retraso, desempeño y sobrecostos. El riesgo de construcción también puede ser mitigado cuando se emplea un modelo de constructor/propietario con un presupuesto de tamaño apropiado, contingencia y un propietario adecuado con experiencia relevante, o una garantía de terminación de un patrocinador de calidad crediticia alta. El enfoque de Fitch para el riesgo de construcción se describe en la metodología en “Riesgo de Construcción”.

Riesgo de Operación

Operador y Costos

Fitch considera en su evaluación crediticia el modelo operativo de un puerto, la estructura de costos resultante (mano de obra, concesiones, etc.), y la relación entre la absorción de costos y los ingresos. Ya sean públicos o privados, la mayoría de los puertos se clasifican en dos categorías generales: puertos de propietario/arrendatario o puertos de operación.

Enfoque en Mitigar Riesgos Relevantes

Fitch mide la fortaleza de los flujos de ingresos portuarios contra el perfil de costos esperado. Desde el punto de vista de los ingresos, los cargos de atraque de los buques (atraque) y el paso de mercancías a través de los muelles (muellaje) comprenden la tarifa general del puerto y constituyen la mayor parte de los ingresos. Si bien ningún modelo operativo es favorecido sobre algún otro, cuando la información esté disponible, Fitch revisará las políticas y los procedimientos en curso para mitigar los riesgos inherentes al perfil de operación del puerto, incluyendo los componentes clave de su perfil de costos, la capacidad de la administración para influenciar y recuperar costos, el tipo y contenido del arrendamiento, las disposiciones contractuales para las GMA y las cláusulas de escalamiento de rentas (en el contexto de la calidad de los usuarios subyacentes, es decir, la relación histórica, calidad crediticia, etc.), así como el impacto de los acuerdos contractuales sobre la utilización eficiente de las instalaciones.

Independientemente del modelo operativo, Fitch considera que un operador fuerte tiene márgenes operativos sólidos con volatilidad baja, un historial razonable de administración y recuperación de costos, y necesidades bien definidas de mantenimiento de corto y largo

plazo y con planes de financiamiento sólidos. Por el contrario, los puertos con volatilidad mayor en costos y márgenes, junto a mecanismos de planeación menos definidos, se consideran Más Débiles. La agencia evaluará el grado en que las políticas de inversión en el puerto tienen como objetivo aumentar su eficiencia y si la administración tiene una visión bien formada sobre la eficiencia relativa de los puertos que pueden estar compitiendo por sus mercados al interior.

Fitch puede considerar sensibilidades al perfil operativo propuesto, incluyendo, sin limitar, los supuestos de costos operativos en aumento y por encima de los niveles promedio históricos, especialmente cuando hay una historia de costos operativos altamente volátiles que conducen a márgenes de operación débiles o inconsistentes, o cuando los contratos o arrendamientos tienen un vencimiento más corto. La aplicación de sensibilidades de alto riesgo puede ser apropiada cuando se considera que las contrapartes portuarias tienen una calidad crediticia más débil o cuando las necesidades de mantenimiento a corto y largo plazo no están bien definidas.

Modelo Propietario/Arrendatario

Bajo el modelo de propietario/arrendatario, el puerto tiene arrendamientos de suelo con participantes clave (líneas navieras, estibación, etc.). En un puerto de propietario, el puerto es responsable de los costos anticipados asociados a la construcción de muelles y al mantenimiento continuo de instalaciones comunes (dragado del canal, camino y vía de tren para el ingreso/egreso). El puerto renta después las instalaciones del embarcadero a un operador por una tarifa, el cual puede ser una línea naviera o un estibador. Los arrendatarios sirven como operadores de la propiedad arrendada y pueden ser solamente responsables de los costos asociados con las mejoras y mantenimiento de las instalaciones, así como la adquisición y mantenimiento de equipos operativos (grúas de pórtico, chasis, etc.). Los arrendatarios también son responsables de contratar trabajadores portuarios para operar la maquinaria y negociar los contratos con transportistas para gestionar el embarque y desembarque de las cargas.

Bajo este modelo, el puerto se retira de la administración directa de los costos de operación. Además, como propietario, el puerto cuenta con un flujo de ingresos más predecible y está menos expuesto a un riesgo de operación puro. Como contrapeso, el puerto tiene un control más limitado sobre sus instalaciones, provocando que sea difícil para la administración controlar los costos durante un ciclo a la baja, reubicar las líneas navieras dentro de las instalaciones o reclamar instalaciones subutilizadas por los arrendatarios.

Puertos de Operación

Los puertos de operación poseen y ofrecen servicios en sus instalaciones y son responsables de la mano de obra y el mantenimiento del equipo. Además de los costos asociados con la construcción inicial de muelles y el mantenimiento de instalaciones comunes, las responsabilidades pueden incluir la propiedad y el mantenimiento de grúas y equipos de manejo de carga, costos de contratación y mano de obra, y la selección de un estibador para el movimiento de cargas entre la embarcación y el muelle.

En contraste con el modelo de propietario, el puerto toma el riesgo de operación. Esto le proporciona un control más directo sobre sus gastos, así como una flexibilidad mayor tanto para igualar la demanda de las líneas navieras con los recursos portuarios como en los plazos para cumplir con las metas de rendimiento; sin embargo, también genera una exposición mayor a fluctuaciones en el volumen de comercio y otros aspectos como los costos de mano de obra. Los puertos de operación pueden mitigar parcialmente este riesgo mediante contratos con líneas navieras y otros usuarios subyacentes para asegurar un volumen de actividad establecido a lo largo del tiempo. No obstante, estos contratos tienden a tener una duración más corta que los arrendamientos en los puertos de propietario. Las respuestas de la administración a los altibajos en el volumen son particularmente importantes bajo este modelo y pueden tener un impacto significativo en los márgenes y el perfil de costos con el tiempo. Para obtener más información sobre la evaluación de contratos de operación a largo plazo, ver la metodología maestra.

Modelos Mixtos

Fitch ha observado que los modelos descritos pueden existir por separado o de manera mixta o combinada. Los modelos pueden fusionarse cuando las entidades corporativas con experiencia global en las industrias marítimas o logísticas poseen u operan un puerto. En tales casos, la compañía puede proporcionar rentablemente algunos o todos los servicios portuarios debido a las economías de escala y los procesos desarrollados. Algunas operaciones también pueden ser arrendadas.

Riesgo de Ingreso - Volumen

Los puertos obtienen ingresos principalmente de proporcionar los medios más eficientes y de menor costo para transportar bienes entre su lugar de origen y un destino. Los flujos de ingresos provienen de diversas fuentes, incluyendo tarifas de muelles y atraques, tarifas de estibación, rentas de alquiler y arrendamiento, conservación, pilotaje y otros. Cualquiera que sea la combinación de fuentes, Fitch evalúa cómo múltiples factores pueden impulsar el nivel y la resiliencia de los ingresos de operación portuarios. La agencia considera la dependencia que los ingresos presentan de los mercados que el puerto puede alcanzar. La diversidad y la estabilidad de los niveles de servicio están influenciadas por la calidad de la conectividad intermodal; la demanda de los mercados locales y de tránsito; y la exposición, si la hubiere, a alternativas competitivas que impulsan la amplitud y la diversidad del servicio.

Aparte de los atributos de mercado del mismo puerto, Fitch evalúa los fundamentos económicos que apoyan los volúmenes comerciales históricos y esperados en el futuro, incluyendo las características del comercio, la combinación de cargas y la evaluación del valor estratégico del puerto para las contrapartes asociadas. La elasticidad del precio, que refleja el grado en que el volumen de tráfico disminuirá directamente como resultado de un cambio en el precio, varía según la posición competitiva del puerto, el tipo de activo, la fuerza del área de servicio y las condiciones económicas en los momentos en que las tarifas son aumentadas.

Riesgo de Mercado: Acceso/Infraestructura/Cargas

El acceso de un puerto a los mercados es un factor determinante de los ingresos. Fitch evalúa el acceso de un puerto tanto a mercados locales como a mercados más lejanos del interior o de tránsito. Incluso más que los volúmenes absolutos de carga, la importancia relativa del puerto para la economía y el área de captación a la que sirve fundamenta su designación como un puerto principal, secundario o más pequeño.

- Un puerto principal desempeña un papel clave e indiscutido en atraer cargas a su mercado local, con una infraestructura superior que permite el acceso más eficiente a mercados de tránsito localizados más allá de su área inmediata. También puede presentar una mayor diversificación de cargas y la habilidad de procesar eficientemente todo tipo de embarcaciones. Dependiendo de las características del mercado, un país o región puede tener uno o varios puertos considerados “principales”.
- Por el contrario, un puerto secundario es importante para su economía, pero compite con otros puertos regionales para la carga de tránsito y posiblemente algunas cargas locales, debido quizá a limitaciones de infraestructura o una proximidad menos atractiva para las contrapartes.
- Un puerto de escala más pequeño puede manejar un tipo de carga muy especializado o tener en general instalaciones y acceso a mercados más limitados, que dan como resultado una importancia relativa menor para su economía local y los mercados de tránsito.

Las secciones siguientes proporcionan una idea sobre los diversos elementos de mercado que son considerados en la designación de un puerto como principal, secundario o más pequeño/especializado.

Mercados Locales

En términos comparativos, un puerto ubicado cerca de un centro de población importante está mejor posicionado para atender la demanda local (para bienes en el caso de cargas, para pasajeros/turismo en el caso de cruceros o desarrollos) que un puerto en una zona más remota. Fitch evalúa las características demográficas y económicas del mercado local de un

puerto revisando indicadores clave como población, base de empleo y tasas de desempleo, consumo, niveles de riqueza, y construcción.

La proximidad a instalaciones de manufactura, almacenamiento, distribución u otras especializadas (por ejemplo, una estación de energía de carbón cercana sería un factor crediticio positivo para un puerto de carga a granel) también se considera en los puertos de carga, puesto que puede constituir un elemento de estabilidad, pero también conducir a un riesgo mayor de concentración. En el caso de puertos con operaciones de cruceros, la proximidad a aeropuertos o instalaciones de esparcimiento complementario se consideran de forma similar. Los puertos cerca de fuentes de materias primas y centros de fabricación tienden a orientarse a la exportación y enfocarse en la demanda de los materiales en los mercados a los que las mercancías están destinadas, mientras que los puertos ubicados cerca de los centros de distribución principales o de los usuarios de bienes tienden a ser dominados por las importaciones. Sin embargo, para ambos mercados, de importación y exportación, la proximidad a centros de población importantes con buenas conexiones intermodales es analizada como un factor crediticio positivo.

Mercados del Interior y de Tránsito

Fitch evalúa la conectividad del puerto en relación con las instalaciones de la competencia, incluyendo la presencia de instalaciones de ferrocarril en el muelle y patios de maniobras, métodos para transferir bienes del barco a trenes o camiones, y calidad de acceso a la arteria principal de la costa a destinos interiores. En el caso de ferrocarriles, tanto la presencia de líneas de alta velocidad y líneas dedicadas que conecten al puerto con destinos clave del interior como la inversión en instalaciones (ej. contenedores apilados de doble altura, eliminación de cruces a nivel) se consideran factores de crédito positivos. Con el aumento del transporte marítimo en contenedores en las últimas décadas, el acceso eficiente a ferrocarriles, carreteras y redes de vías navegables determina la competencia para las cargas de tránsito, con destinos locales y de mediana distancia atendidos en gran parte por camiones, mientras que las distancias mayores son atendidas por ferrocarriles y vías navegables.

Más allá de la fuerza del mercado local inmediato del puerto, su capacidad para competir por el envío de las cargas a destinos interiores más distantes o mercados de tránsito puede ser un factor clave para los ingresos. Se puede perder tráfico en favor de los puertos con mejores enlaces de transporte interior.

Infraestructura Física

Independientemente de la fuerza relativa de los mercados atendidos, la capacidad del puerto para acomodar embarcaciones de mayor tamaño, la eficiencia al embarcar y desembarcar cargas, así como el tiempo de tránsito dentro y fuera de sus instalaciones, influyen en su atractivo relativo para los embarcadores y otras partes interesadas. Los puertos que sufren de congestión, ya sea en el puerto, terminal o zonas interiores circundantes, se encuentran en desventaja comparativa con aquellos con mejor conectividad. Fitch compara los tiempos de tránsito de las principales cargas comerciales al puerto contra los tiempos de tránsito de las instalaciones de la competencia cuando hay información disponible.

Las barreras físicas que impiden la entrada al puerto (por ejemplo, los canales de acceso largos, las profundidades del canal, las obstrucciones de aire) son revisadas para evaluar cualquier límite del tamaño de las embarcaciones para que les sea posible llegar a puerto. Fitch evalúa los requerimientos de dragado del puerto y la posibilidad de costos asociados, además de revisar el número y tamaño de los muelles y atraques, así como la capacidad para grúas. También evalúa la disponibilidad de superficie de la terminal, almacenes y otras instalaciones traseras para almacenamiento, mantenimiento y otros propósitos, así como la capacidad del puerto para expandir los servicios según sea necesario.

Características de Cargas

Más allá de las características físicas de las instalaciones portuarias y de los mercados a los que brindan servicio, los ingresos portuarios también se determinan por el tamaño y el tipo de los volúmenes de carga que fluyen en general a través de esas instalaciones.

Geografía y Mezcla de Importación/Exportación

Fitch observa la diversidad geográfica de los socios comerciales, evaluando la exposición potencial a los riesgos geopolíticos o económicos en el caso de concentración regional alta. La balanza comercial también es evaluada. Aun y cuando una mezcla equilibrada de importación y exportación de cargas podría servir para mitigar la volatilidad, dada la naturaleza del comercio global, el tamaño de las embarcaciones y otros factores, las compañías navieras a menudo hacen uso de los puertos de forma tal que producen un desequilibrio en la mezcla de importación y exportación. Las instalaciones enfocadas en la importación pueden estar más expuestas a la competencia para atraer/retener navieras, así como a los cambios en la demanda interna. Por el contrario, las instalaciones portuarias basadas en la exportación pueden ser menos vulnerables a la competencia, pero están expuestas a la volatilidad de los niveles de producción nacional, mercados de productos básicos, mercados de divisas y/o la demanda extranjera. Fitch revisa el potencial de riesgo de mercado y concentración de la balanza comercial del puerto, al mismo tiempo que considera factores que pueden mitigar los perfiles en desequilibrio.

Mezcla de Bienes/Productos Básicos

Además de la balanza comercial, Fitch revisa la mezcla de productos y mercancías que se mueven a través de un puerto para determinar la medida en que el rendimiento y los ingresos asociados dependen de segmentos particulares de la economía. La calificadora revisa la mezcla de cargas del puerto (contenedores, mercancía a granel, carga fraccionada, a granel líquido, pasajeros, etc.) y analiza tanto los factores determinantes de demanda subyacente como el valor asociado con cada tipo de carga. Por ejemplo, en comparación con los contenedores, que a menudo transportan productos terminados, la carga fraccionada o los bienes a granel líquido (es decir, carbón, acero, grano, aceite) tienden a ser de menor valor y se les imponen cargos o tarifas más bajas que a los contenedores.

Fitch revisa las tendencias históricas en los mercados de carga correspondientes al rendimiento de un puerto, evaluando patrones de volatilidad y comparando el rendimiento pasado con las proyecciones del puerto a futuro. Las expectativas de incrementar el rendimiento (y los ingresos asociados) pueden motivar tanto planes del puerto para hacer una inversión mayor como costos fijos a medida que el puerto busca dar cabida a la demanda futura esperada. Aun y cuando las limitaciones de capacidad deben abordarse, Fitch también evalúa el impacto crediticio que implicaría financiar la expansión en caso de que el crecimiento del rendimiento futuro no se alinee con las expectativas del puerto.

Relaciones con Contrapartes y Compromisos

Por último, Fitch evalúa las relaciones y la historia del puerto con diferentes contrapartes, incluyendo transportistas, navieras, operadores de terminales, empresas ferroviarias y otros. Cuando los datos estén disponibles, Fitch revisará cómo el puerto encaja en horarios de enrutamiento establecidos para navieras/alianzas que hacen escala en él, evaluando si es probable que el puerto sea un centro o un alimentador en comparación con los otros que compiten en la zona. La facilidad de entrada a y salida de las instalaciones portuarias y las conexiones y tiempos de tránsito desde el puerto a destinos del interior se vuelven factores clave en las decisiones de enrutamiento de las navieras.

Fitch revisa la naturaleza del compromiso de la contraparte con un puerto mediante la evaluación del plazo de arrendamiento, así como el nivel de inversión de capital de la contraparte (por ejemplo, mejoras en el muelle o cerca del muelle, instalaciones especializadas), ya sea a través de mejoras financiadas de forma privada o contribuciones a los programas de inversión de capital propios del puerto. Las contrapartes con una inversión significativa en o cerca de un puerto tienen menos probabilidades de desplazar sus volúmenes a las instalaciones de la competencia, mitigando así cierto riesgo de carga y de volatilidad de los ingresos.

La concentración de arrendatarios es tanto una fortaleza como una debilidad, ya que la concentración demuestra compromiso con el puerto, pero lo expone a un riesgo aumentado de ingresos en caso de que las necesidades de los negocios de la contraparte se alejen del puerto. En ciertos casos, la ubicación de un puerto o la falta de competencia mitigan el riesgo de concentración de arrendatarios. Los acuerdos contractuales también pueden servir para estabilizar la presencia de la contraparte.

Riesgo de Ingreso - Precio

Fitch revisa la flexibilidad práctica del puerto para elevar tarifas y honorarios, protegiendo la generación de flujos de efectivo y permitiéndole aumentar los ingresos o limitar la exposición a los descensos del rendimiento en respuesta a cambios en el volumen. Esto puede lograrse a través de contratos a largo plazo, incluyendo GMA o acuerdos de compra en firme (*take-or-pay arrangements* en inglés) similares, o bien, contratos de más corto plazo. Los puertos de operación tienen mayor capacidad para modificar tarifas debido a que cuentan con contratos menos restrictivos o basados en el mercado. Sin embargo, la capacidad de un puerto para negociar contratos y su poder general de fijación de precios pueden estar limitados por su posición competitiva en relación con las instalaciones cercanas, particularmente si una gran parte de su carga está destinada a los mercados de tránsito o del interior.

Una consideración de calificación clave para evaluar la capacidad de generación de ingresos del puerto o terminal es el marco legal bajo el cual un deudor público o privado puede elevar las tarifas o cuotas para cumplir con obligaciones financieras. Dada la naturaleza competitiva del negocio marítimo y el riesgo de contraparte relativamente significativo asociado con transportistas individuales, operadores ferroviarios y otras contrapartes, Fitch evaluará los acuerdos contractuales y marcos regulatorios para determinar la recuperación de costos permitida; un porcentaje más alto de transferencia de costos constituirá un atributo Más Fuerte.

Las entidades públicas, como las que se observan en Estados Unidos, están generalmente restringidas solo por acuerdos contractuales concertados con terceras partes privadas. Los ingresos de dichos puertos derivan en general de los pagos de arrendamiento (puertos de propietario) o de los cargos por servicio (puertos de operador). Los puertos más grandes de contenedores y de bienes raíces tienen múltiples arrendatarios bajo arrendamientos de largo plazo (10–30 años) con expiraciones escalonadas, estructurados con una tasa anual mínima garantizada. La mayoría de los acuerdos incluye un incentivo de reparto de utilidades arriba de una meta de nivel de desempeño establecida.

Al analizar el flujo de efectivo histórico y proyectado a largo plazo bajo dichos acuerdos, Fitch evalúa la solidez de la base de ingresos GMA de un puerto, junto con la fuerza de los arrendatarios individuales. Los ingresos de los puertos operadores dependen de los acuerdos operativos a corto plazo, arrendamientos menores de corto plazo y la demanda anual de instalaciones, lo que hace que el poder de fijación de precios sea menos dependiente. Sin embargo, esto no impide que esos puertos logren atributos favorables de riesgo de precios si se benefician de una fuerte capacidad legal, económica o política al modificar sus tarifas. En los ciclos a la baja, los operadores están expuestos a un riesgo de precios mayor debido a la reducción de las protecciones contractuales, mientras que en ciclos al alza pueden ser capaces de capturar más ingresos de un volumen mayor y estructuras de fijación de precios más dinámicas.

Fitch busca evaluar ambos elementos del riesgo de ingresos (volumen y precio) de forma recíproca considerando la relación entre volumen e ingresos a través de ciclos económicos. Durante el ciclo a la baja reciente, las caídas de ingresos de operación en los puertos más grandes han sido menos pronunciadas que las bajas de rendimiento asociadas, ya que los aumentos de precios han mitigado el impacto de un volumen menor en ingresos.

Desarrollo y Renovación de Infraestructura

Desarrollo de Infraestructura

La reinversión continua garantiza el atractivo de las instalaciones para las navieras y otras contrapartes y ayuda a mantener el uso ininterrumpido y eficiente de las instalaciones portuarias. El financiamiento regular de las necesidades de reinversión puede suavizar los aumentos requeridos en las tarifas, así como la cobertura anual del servicio de la deuda y los índices de apalancamiento. Al evaluar un puerto, Fitch revisará el nivel de reinversión asumido en el plan de inversión de capital para determinar si existe fondeo suficiente para satisfacer estas necesidades. Un saldo grande de necesidades de reinversión no fondeadas se consideraría como un atributo Más Débil, ya que el aplazamiento continuo del mantenimiento conduce generalmente a un activo menos atractivo y a un apalancamiento mayor con el tiempo.

Los proyectos de expansión que atienden necesidades establecidas de forma clara y son financieramente factibles, sin perjudicar la posición fiscal existente del puerto, pueden mejorar la calidad crediticia. La participación de los arrendatarios o de los socios del sector privado puede facilitar las inversiones de capital en determinados casos y reducir los riesgos que el propio puerto conlleva. Un historial exitoso de programas de inversión de capital en el pasado, con evidencia de entrega de proyectos puntuales y en presupuesto, se considera como un atributo Más Fuerte.

En programas de capital pasados en los que no se ha logrado cumplir con los objetivos, el análisis de sensibilidades de Fitch puede incluir escenarios que modelen el impacto de los sobrecostos y/o entregas tardías en los programas de inversión de capital futuros. De manera similar, puede ser apropiado aplicar sensibilidades de mayor riesgo si Fitch considera que los proyectos de capacidad futuros pueden ser especulativos y el incumplimiento de las proyecciones de rendimiento o la pérdida de los arrendatarios tendrían probablemente un impacto material en el perfil financiero del puerto. Cuando sea el caso, Fitch también considerará el grado en que el marco vigente permite recuperar los costos requeridos de inversión de capital a través de ajustes en las tarifas.

Obsolescencia

El riesgo de obsolescencia es limitado de cierto modo debido a las características monopólicas de los puertos, especialmente aquellos que atienden a grandes mercados locales o están ubicados cerca de la manufactura u otras instalaciones especializadas. La construcción de una instalación competitiva también presenta importantes obstáculos financieros y regulatorios. Sin embargo, los puertos con mercados locales más pequeños o con un volumen alto de flujos de carga de tránsito pueden enfrentar una presión competitiva mayor. Si los puertos cercanos tienen instalaciones más modernas o proporcionan un mejor acceso a las rutas de carreteras, ferrocarriles y vías navegables interiores, la obsolescencia puede ser preocupante. Con el aumento del tamaño de las embarcaciones y el potencial para un rendimiento mayor a medida que se desarrollan nuevas rutas exclusivamente marinas (*all-water routes* en inglés), el acceso al puerto (por ejemplo, la profundidad del canal, las restricciones de tiro de aire) también puede conducir a la obsolescencia.

Estructura de Deuda

Al igual que muchos otros activos de infraestructura, los puertos tienen a menudo un apalancamiento bastante alto (medido usualmente como deuda neta sobre FEDSD en el caso de créditos municipales de Estados Unidos y como deuda neta sobre UAFIDA en los demás casos). Dada la diversidad de los instrumentos de deuda utilizados por los puertos en los mercados de deuda pública y privada, Fitch evalúa cada emisión con base en sus características individuales, características estructurales y protecciones proporcionadas a los tenedores de bonos y los acreedores a través de obligaciones de hacer y no hacer, requisitos de reserva y limitaciones de apalancamiento adicional. La calificadora también evalúa la estructura de capital en general de un puerto.

Las siguientes secciones se centran en el análisis financiero que es único, o de importancia, para los créditos portuarios. El informe de metodología maestra "Metodología de Calificación para Financiamiento de Infraestructura y Proyectos" proporciona mayor detalle de la visión de Fitch sobre la estructura de la deuda, incluyendo la subordinación, el riesgo de refinanciamiento y la exposición a tasas de interés variables. En su caso, las presiones sobre las tasas de interés se considerarán según los criterios del informe de metodología titulado "Criteria for Interest Rate Stresses in Structured Finance Transactions" ("Metodología para Estreses de Tasa de Interés en Transacciones de Finanzas Estructuradas").

Características y Términos de la Deuda

La evaluación de riesgo de Fitch se centrará en qué tan bien se ajusta la estructura de capital de un puerto a su perfil financiero y de operación. Los factores clave incluyen el plazo de la deuda, el calendario de amortización (totalmente amortizable frente al pago único al vencimiento), la prioridad del calendario de pagos o el flujo de fondos (preferente frente a subordinado), las características de protección de los acreedores integradas en la estructura de deuda del emisor, y el uso de obligaciones de tipo variable y acuerdos de derivados. La calificadora considera que la amortización rápida de la deuda y pagos del servicio de deuda

anual nivelados o decrecientes presentan un riesgo menor que los vencimientos largos y/o los pagos de servicio de deuda escalonados o los vencimientos de pago único, especialmente si el riesgo de obsolescencia es elevado o si los ingresos tienen un componente impulsado por una gran demanda.

La mayoría de los puertos cuenta con marcos de operación con duración extremadamente larga o ilimitada. Por lo tanto, la deuda es una parte permanente de la estructura de capital y ningún perfil de amortización específico es asociado con alguna calificación específica. Sin embargo, las estructuras que incorporan un incremento del apalancamiento (deuda vinculada a la inflación/deuda cupón cero) y/o calendarios de servicio de deuda crecientes representan retos. En la medida en que estas obligaciones adicionales deban cumplirse con ingresos proyectados con un crecimiento económico mayor, adiciones de servicios, un volumen mayor de rendimiento, o tarifas y honorarios nuevos o más altos, Fitch considerará que la estructura de la deuda cuenta con atributos Más Débiles.

La exposición significativa a riesgos de refinanciamiento o recomercialización o a la calidad crediticia de la contraparte conducen a una evaluación más baja de la estructura de capital. Fitch evaluará la posición de liquidez del puerto, cualquier historial de acceso a los mercados para aumentar el capital, así como características del mercado de deuda relevantes, para determinar el grado en que estos riesgos pueden ser mitigados parcialmente.

Perfil Financiero

Fitch evalúa la capacidad de un puerto para atender el servicio de deuda bajo escenarios del caso base y escenarios de estrés en la forma en que se describe a continuación. Para determinar una calificación, la agencia evaluará los atributos cualitativos del puerto que se describieron arriba, junto con métricas financieras bajo los distintos escenarios desarrollados. También considerará las características específicas de crédito del puerto en sí mismo y en relación con sus pares al determinar el resultado de la calificación.

Caso Base, Caso de Calificación, y Sensibilidades

En su proceso de calificación, Fitch evaluará el rango de escenarios económicos que es probable que un puerto enfrente durante el ciclo de negocio. El punto de partida en este análisis es el desarrollo de un caso base de Fitch, el cual sirve como el caso esperado de la calificadora en un ciclo normal de negocio. En el caso base, el ingreso, el volumen y los supuestos de costos, junto con los gastos de mejora de capital planeados y el capital adicional, se desarrollan basados en la revisión que hace Fitch sobre el desempeño histórico y las proyecciones del patrocinador del proyecto o consultores. Fitch puede incorporar algunos elementos de la proyección del patrocinador del proyecto como un escenario de flujo de efectivo de caso base aceptable o puede optar por desarrollar un conjunto independiente de supuestos si el caso se considera optimista o agresivo por naturaleza.

Los flujos de efectivo desarrollados en el caso base sirven como el caso esperado de la calificadora para calificar el seguimiento y como punto de partida común para el análisis de estrés. Una vez establecido el escenario del caso base, Fitch determinará un caso de calificación, que será el punto de referencia utilizado para determinar el resultado de la calificación. El caso de calificación reflejará generalmente volumen, ingresos y estreses de gastos acordes con lo que un puerto específico podría enfrentar durante una caída de un ciclo de negocio en una recesión económica de profundidad y duración razonables, con el caso base representando las expectativas actuales. Finalmente, el caso de calificación es determinado para cada puerto con base en la evaluación de sus características y atributos específicos.

El caso de calificación reflejará:

- el impacto de volúmenes más bajos consistentes con la caída de un ciclo de negocio en una recesión económica de profundidad y duración razonables;
- gastos de operación y mantenimiento (O&M) y/o gastos de inversión de capital elevados;
- ejecución total del plan de inversión de capital e impacto relacionado en el apalancamiento;

- tasas de interés más altas, en caso de ser aplicable a la estructura de deuda.

Además de un caso de calificación, Fitch puede evaluar el efecto de un estrés aún mayor en algunos factores económicos individuales para analizar cualquier vulnerabilidad específica del activo y considerar si esto también se debe reflejar en la calificación. Los parámetros, tales como el nivel de demanda, los precios de entrada y de salida, el ciclo de vida y otros costos, pueden estresarse tanto en valor como en tiempo. La magnitud del estrés aplicado puede ser determinada por la evaluación de la volatilidad reflejada en las evaluaciones cualitativas de factores de riesgo clave, datos históricos y/o informes periciales de terceros.

El caso base, el caso de calificación y las sensibilidades adicionales cubrirán un período de proyección mínimo de cinco años para emisores municipales con una ventana de proyección limitada o para entidades de tipo corporativo con un nivel alto de deuda con pago único al vencimiento. En el caso de operaciones de financiamiento de proyectos con deuda amortizable, la proyección puede extenderse hasta el vencimiento de la deuda o concesión. Fitch busca calificar los créditos portuarios a través de la volatilidad del ciclo económico.

Dada la gran variedad de tamaños de activos portuarios colateralizados y la composición de volúmenes de los puertos calificados, puede haber variaciones considerables de puerto a puerto en estos supuestos. Algunos casos pueden permitir un rendimiento positivo y tasas de crecimiento de los ingresos, mientras que otros pueden reflejar un crecimiento de plano a negativo. En el caso de puertos expuestos al riesgo de concentración de ciertas contrapartes y arrendamiento de contenedores o con exposición desbalanceada a factores determinantes de rendimiento (el tipo de mercancía/carga, socios comerciales), se pueden desarrollar casos de sensibilidad para evaluar el impacto de la pérdida de contrapartes o de cargas clave. Para puertos en los que se prevé la necesidad de infraestructura adicional y ampliada para impulsar un crecimiento mayor de los ingresos, el impacto de un retraso en la construcción y/o excesos de costos también puede analizarse.

Se espera que los puertos con calificaciones altas mantengan constantemente márgenes de operación positivos, los cuales también deben brindar con el tiempo soporte a un balance general saludable, si no es que fuerte. El servicio de deuda y/o los índices de cobertura de intereses y los índices de apalancamiento, tomando en cuenta las emisiones futuras de deuda planificadas, son las principales métricas utilizadas para evaluar el desempeño financiero del puerto, proporcionando el análisis de punto de equilibrio, un punto de referencia adicional para los emisores con deuda amortizable. Fitch analiza un historial de niveles de ingresos y gastos de varios años con el fin de determinar la concentración y flexibilidad tanto de ingresos como de gastos.

Los puertos con atributos de ingresos Más Fuertes (menos competencia y/o que brindan servicio a un mercado local considerable, con diversificación de arrendatarios y socios comerciales, en los que gran parte de los ingresos son generados a través de contratos de propietario establecidos) probablemente estarán sujetos a un nivel menor de estrés en los supuestos de volumen, lo que refleja una volatilidad inferior en su modelo de negocio. En cambio, los puertos con atributos Más Débiles (exposición mayor a la competencia, participación más alta de volúmenes de rendimiento de tránsito y/o volátiles) se verán más estresados hacia el extremo superior del rango para reflejar una probabilidad mayor de volatilidad.

Algunos supuestos de proyección adicionales pueden incluir los siguientes.

- Los ingresos de navieras seguirán una combinación de ajustes de volumen y precios, así como la inclusión de garantías mínimas y nuevos activos generadores de ingresos.
- El crecimiento de los gastos de operación considerará los pronósticos de inflación, así como las tasas de crecimiento históricas.
- La deuda reflejará los planes de emisiones para financiar la expansión y rehabilitación para los próximos cinco años. Fitch puede ajustar hacia arriba el apalancamiento propuesto con el fin de reflejar la posibilidad de que los costos se excedan.
- En la medida en que sea aplicable, se asumirá que las estructuras de deuda que requieran refinanciamiento incurrirán en tasas de interés por encima de las condiciones de mercado actuales.

- Fitch también puede realizar escenarios de estrés cortos pero severos, con el fin de probar los niveles de liquidez frente a choques externos.

Dependiendo del momento de la revisión de la calificación en relación con la fase del ciclo de negocio, la magnitud de las sensibilidades puede variar. Cerca de la caída en un ciclo de mercado, por ejemplo, Fitch puede determinar que son necesarias limitadas reducciones adicionales superiores al nivel actual. Si la revisión se hace cerca de la cúspide del ciclo, las reducciones pueden ser más severas. En caso de que el desempeño actual sea inconsistente con la expectativas previas de Fitch, es posible que sea necesaria una revisión del caso base, ya sea al alza o a la baja, lo cual podría desencadenar una revisión de calificación. Por ejemplo, un cambio material sostenido en la actividad operativa, la razón de cobertura del servicio de la deuda (RCSD), la razón de cobertura de intereses (RCI) u otra métrica relevante, a un nivel significativamente superior o inferior que se espera que se mantenga, puede indicar un posible cambio de calificación.

Desempeño Financiero Indicativo para un Puerto

Categoría de Calificación	RCSD[a] (x)	Apalancamiento Estabilizado[b] (x)	Días de Efectivo en Mano[c]
Categoría AA	2.5 o superior	4.0 o inferior	400 o superior
Categoría A	1.4–2.5	4.0–8.0	300–400
Categoría BBB	Fortaleza/estrechez de la franquicia es un factor determinante clave, con factores compensatorios (por ejemplo, apalancamiento/cobertura adversos) a ser considerados que contrarrestan una franquicia fuerte.		

[a] La combinación RCVC/RCI se utilizará cuando hay riesgo de refinanciamiento en 30% de la deuda o más o cuando la deuda tiene un período o característica no amortizable. [b] Fitch utilizará la deuda neta sobre FEDSD o la deuda neta sobre UAFIDA, como sea apropiado para el mercado. [c] Los días de efectivo en mano se utilizan en créditos portuarios municipales en Estados Unidos. RCSD - Razón de cobertura de servicio de la deuda.
Fuente: Fitch. Ratings

Arriba se presentan los rangos indicativos de las métricas clave para el caso de calificación que serían consistentes con las calificaciones en las categorías AA, A y BBB. Estos niveles muestran rangos amplios, reflejando las diferencias en la fortaleza subyacente de la concesión de un puerto. Los rangos pueden ajustarse para indicar marcos contractuales más fuertes o más débiles subyacentes a los riesgos de precios y volúmenes, lo cual puede llevar a una mayor volatilidad general en los ingresos. Los objetivos de niveles de cobertura serán más altos y los objetivos de niveles de apalancamiento (deuda neta sobre UAFIDA o deuda neta sobre FEDSD) serán más bajos para un puerto con una concesión limitada, una volatilidad mayor y riesgo de erosión en su posición de mercado a largo plazo.

En la tabla anterior, los rangos de calificaciones reflejan una combinación de factores de riesgo. Los atributos débiles de volumen y precio pueden actuar para compensar una estructura financiera de menor riesgo con un apalancamiento bajo. Asimismo, atributos fuertes de volumen y precio pueden ser compensados por un riesgo financiero significativo y/o apalancamiento. Los indicadores no se evalúan de forma aislada y la calificación de un puerto puede estar limitada por una evaluación "más débil" de un factor de calificación clave, a pesar de indicadores de cobertura que, de otro modo, podrían sugerir una calificación más alta.

Modelos

Fitch puede utilizar los siguientes modelos en el análisis de créditos del sector de puertos: GIG AST Model, Corporate Monitoring & Forecasting Model (COMFORT Model) y modelos de terceros. La sección “Modelos” en la metodología maestra incluye una descripción de estos modelos.

Métricas

A continuación, se presenta una lista de indicadores financieros relevantes que se consideran en el análisis de Fitch sobre una base histórica y a futuro. Muchos son universales, independientemente de la geografía. Se evaluarán algunas o todas las métricas.

Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (RCSD) Preferente/Subordinada: Es la razón de ingresos totales de operación menos los gastos totales de operación netos de depreciación, dividido por el servicio de deuda de la deuda preferente/subordinada. Los ingresos disponibles pueden incluir ingresos no operativos tales como fondos legalmente disponibles para proporcionar cobertura adicional en los documentos de bonos o préstamos. Los documentos de financiamiento pueden requerir el mantenimiento de niveles mínimos de RCSD, ya sea como obligaciones con respecto a las tasas o como limitaciones en préstamos adicionales. Fitch considera que la cobertura más alta es más fuerte, demostrando que los flujos de efectivo portuarios son más que suficientes para cumplir con requisitos mínimos y proporcionar con estos una mejor protección a los acreedores.

RCSD Relacionada con Servicio de Deuda Máximo Anual (SDMA): Es el FEDSD anual vigente dividido por el requisito máximo de servicio de deuda anual en cualquier año desde el presente hasta el vencimiento. De manera similar a la RCSD, esta medida considera la idoneidad de los ingresos netos en relación con el nivel máximo de obligaciones de servicio de deuda anual y es útil en la evaluación de puertos con un perfil de servicio de deuda creciente.

Razón de Cobertura de Intereses Posterior al Mantenimiento (RCIPM): Se expresa como la división de FEDSD (posterior a la inversión de mantenimiento) sobre gasto por interés, o bien, como RCI, estimada como UAFIDA sobre gasto por interés. Es una de las medidas de flexibilidad financiera de emisores con estructuras de deuda no amortizables.

Razón de Cobertura durante la Vida del Crédito (RCVC): Es la división del valor presente de los flujos de efectivo netos sobre la deuda neta pendiente. Esta métrica es indicativa de la capacidad total de servicio de deuda durante la vida del instrumento calificado.

Razón de Cobertura durante la Vida del Proyecto (RCVP): Es la división del valor presente neto de flujos de efectivo netos durante el plazo de la concesión entre la deuda neta pendiente. Típicamente, la vida del proyecto se referirá a la vida económica restante del activo. Fitch, por lo general, no considera una vida de proyecto más allá de 40 años, aún y cuando una concesión o una franquicia tengan una duración ilimitada. El RCVP ve la capacidad económica para extinguir la deuda durante la vida económica del proyecto.

Días de Efectivo en Mano (DEM): Corresponde al efectivo no restringido e inversiones divididos por gastos diarios de operación en efectivo. Esta métrica es una medida útil de los niveles de liquidez no restringidos, que ilustra cuánto tiempo un puerto podría continuar cumpliendo con sus costos operativos usando solamente la liquidez disponible. Es más relevante en el caso de créditos de finanzas públicas de Estados Unidos, en los que el efectivo se mantiene dentro del fondo de la empresa, ya que las estructuras de estilo corporativo pueden desembolsar el exceso de efectivo como dividendos.

Deuda Neta sobre UAFIDA o FEDSD: Es la deuda bruta menos el saldo de efectivo no restringido y fondos de reserva de deuda divididos por UAFIDA o FEDSD (la métrica basada en FEDSD es principalmente utilizada en operaciones de finanzas públicas en Estados Unidos, con una métrica basada en UAFIDA utilizada en otros lugares). Esta métrica permite una comparación de los niveles de apalancamiento entre puertos de varios tamaños, centrándose en el nivel de deuda pendiente en relación con la generación de flujo de efectivo del puerto. La evolución de esta medida en el tiempo permite analizar la velocidad en que un puerto va a desapalancarse o cómo podría evolucionar su perfil a medida que los proyectos de inversión de capital se llevan a cabo con endeudamiento adicional.

Contribución por Garantías Mínimas Anuales (GMA) y Cobertura: Representa la contribución de GMA al total de los ingresos de operación y parte de las obligaciones de la deuda cubierta por las GMA. Niveles altos de GMA o ingresos contratados pueden proporcionar una visión sobre la estabilidad de los flujos de efectivo que no se deberían ver afectados por la

volatilidad de los mercados, asumiendo que las disposiciones contractuales son honradas durante una recesión.

Riesgos de Contraparte

La premisa determinante detrás de los puertos es la esencialidad. Entre más esencial es el puerto, menos probable es que la bancarrota o fusión de una naviera individual afecten el perfil financiero, ya que el servicio probablemente será sustituido por una naviera más sana. La mayoría de los puertos en la cartera de Fitch sería considerada como de una posición moderadamente fuerte en el mercado, con las calificaciones reflejando grados moderadamente fuertes a muy fuertes. Como resultado, hay una conexión menos directa entre la calificación de un puerto determinado y la calificación de las contrapartes, los cuales llevan la carga a y desde el puerto (navieras, transportistas, compañías ferroviarias, etc.). Un puerto con una posición de mercado o rendimiento más débil (es decir, demanda local concentrada, desequilibrio de importación y exportación) puede tener una exposición elevada a la contraparte. En todos los casos, si la industria marítima en general está significativamente debilitada, el crédito del puerto podría sufrir también.

Cuando los recursos financieros o flujos de efectivo del puerto dependen del desempeño financiero de una contraparte a la cual se le han transferido los riesgos de garantía, terminación, ingreso, costo, suministro, liquidez, tasa de interés u otros, se otorgará crédito en la medida en que la contraparte tenga una calificación acorde o superior a la de la deuda del puerto.

Análisis de Pares

Al revisar un puerto en comparación con sus pares, Fitch primero identifica otros puertos con tamaño y composición de mercado, perfil de rendimiento/carga y características económicas similares. También se comparan puertos con diferentes perfiles para fines de consistencia. Posteriormente, se evaluarán métricas financieras en conjunto con la estructura legal y el marco regulatorio que sustentan la deuda. Un subconjunto de la lista descrita en la sección de "Métricas" anterior se utilizará generalmente en este análisis. En el caso de puertos de propietario (*landlord ports*, en inglés), se podrá considerar la parte de GMA como un porcentaje de los ingresos de operación, los ingresos netos y el servicio de la deuda.

Como se ilustra en la siguiente tabla, las calificaciones no pueden ser asignadas con base en un sistema de puntuación a través de las valoraciones de atributos, sino que más bien los atributos son considerados junto con factores cualitativos y cuantitativos para informar la decisión de calificación. El papel que desempeña un puerto en el sistema es otra consideración analítica clave (ver tabla siguiente).

- En el caso del Puerto A, varios factores de calificación clave se evalúan como Más Fuertes, pero la calificación se ve limitada en parte por su métrica de apalancamiento, que cae en el extremo superior del rango indicativo para la categoría A.
- En el caso del Puerto B, su posición líder como puerto de vacaciones, con un historial de operación de más de 30 años y garantías contractuales fuertes, produce evaluaciones de atributo Más Fuertes y, junto con métricas financieras conservadoras, brinda soporte a un nivel de calificación AA.
- El Puerto C tiene una combinación de puntuaciones de factores de calificación clave de Fortaleza Media y Más Débiles, con volatilidad de cargas, poder limitado de fijación de precios y niveles de deuda considerables que contrarrestan métricas financieras moderadamente favorables, lo que deriva en una calificación de BB–.

La importancia de la evaluación cualitativa se observa en la comparación del Puerto A y el Puerto C. A pesar de que ambos tienen niveles de apalancamiento elevados (7.2x y 9.0x, respectivamente), el Puerto A logra una calificación más alta debido a sus más puntuaciones mayores de factores determinantes de calificación clave y la fortaleza de la franquicia.

Componentes Ilustrativos del Grupo de Pares de Puertos

	Puerto A	Puerto B	Puerto C
Tipo de Instalación	Grupo Multipuerto de Propietario	Puerto de Propietario Vacacional	Puerto en Desarrollo
Estatus	En operación más 30 años	En operación más 30 años	Operacional con proyectos de desarrollo en curso
Terminación	N.A.	N.A.	N.A.
Ingreso – Volumen	Más Fuerte	Más Fuerte	Más Débil
Ingreso – Precio	Más Fuerte	Más Fuerte	Más Débil
Infraestructura/ Renovación	Más Fuerte	Más Fuerte	Fortaleza Media
Estructura de Deuda	Fortaleza Media	Más Fuerte	Fortaleza Media
Rendimiento (miles de TEU[a])	N.A.	8,500	200
Rendimiento (millones de toneladas)	100	15	N.A.
Rendimiento (miles de pasajeros)	3,000	500	N.A.
RCSD Actual (x)	2.3	3.2	2.5
Última RCSD Anual de Fitch (x)	1.6	N.A.	N.A.
RCSD Promedio (x)	1.7	2.6	N.A.
RCSD Mínima (x)	1.6	2.1	N.A.
RCSD para Distribuciones(x)	1.8	N.A.	N.A.
Deuda Neta/FEDSD (x)	7.2	2.1	9.0
Calificación	A–	AA	BB–

[a] Unidad equivalente a veinte pies, en inglés: *twenty-foot equivalent unit*. N.A. – No aplica. x – Veces. RCSD – Razón de cobertura del servicio de deuda. FEDSD – Flujo de efectivo disponible para el servicio de deuda. Nota: La inclusión en este ejemplo de tres tipos de instalaciones distintas es solo para propósitos ilustrativos. Normalmente, se incluirían solamente créditos del mismo tipo de instalación. Las calificaciones que se incluyen en la tabla son de un punto en el tiempo y fueron incluidas únicamente con propósitos ilustrativos.
Fuente: Fitch Ratings.

Supuestos de Sensibilidad de Calificación

Las calificaciones de puertos están sujetas a ajustes positivos o negativos con base en la experiencia real del proyecto. A continuación se presenta una lista no exhaustiva de las principales sensibilidades que pueden influir en la calificación de un puerto.

- Desempeño del Volumen/Rendimiento: Cambios en el rendimiento del volumen esperado, ya sea en términos de rendimientos de carga o de pasajeros, pueden afectar la capacidad de un proyecto para obtener los ingresos proyectados y reducir potencialmente su capacidad para servir la deuda.
- Riesgo de Precio: Incrementos de tarifas menores que los esperados o cambios en los términos de los contratos a largo plazo podrían reducir la generación de flujo de efectivo prevista, afectando las métricas de cobertura y apalancamiento y, finalmente, teniendo un peso negativo sobre la calificación de un puerto.
- Costos: Los gastos de operación y una inversión de capital que se desvían de forma relevante de las proyecciones pueden indicar una volatilidad de costos mayor que la esperada, necesidades de financiamiento más altas de lo previsto o un fracaso para estimar apropiadamente o capturar completamente todos los rubros de costo relevantes.

- Protección de Acreedores: Atenuar el paquete de obligaciones financieras, liquidez y reservas de mantenimiento u otros aspectos legales de la estructura de financiamiento podrían reducir la protección de los acreedores y pesar negativamente en la calificación de un puerto.

Variaciones Metodológicas

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

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

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

Fuentes de Información

Los supuestos de calificación clave para la metodología y la información utilizada en el análisis de calificación crediticia de la agencia se basan en el análisis que hace Fitch de los documentos de la transacción y datos e información recibida de emisores y/o deudores de los proyectos financiados, estructuradores, ingenieros independientes, consultores y otras terceras partes, así como en información pública y el juicio analítico de la calificadora.

Limitaciones

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

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

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

Derechos de autor © 2020 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. 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.

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".