

Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros

Metodología de Sector Específico



Este informe es una traducción del reporte titulado "Future Flow Securitization Rating Criteria" de fecha junio 8, 2018.

Metodologías Relacionadas

Corporate Rating Criteria (Marzo 2018)

Global Structured Finance Rating Criteria (Mayo 2018)

Bank Rating Criteria (Marzo 2018)

Non-Bank Financial Institutions Rating Criteria (Marzo 2018)

Rating Criteria for Infrastructure and Project Finance (Agosto 2017)

Structured Finance and Covered Bonds Interest Rate Stresses Rating Criteria (Febrero 2018)

Fitch's Foreign-Currency Stress Assumptions for Residual Foreign-Exchange Exposures in Covered Bonds and Structured Finance – Excel File (Octubre 2017)

Analistas

Joanne Wong, CFA
+44 20 3530 1077
joanne.wong@fitchratings.com

María Moreno
+57 1 326 8999
maria.moreno@fitchratings.com

Contactos

Greg Kabance
+1 312 368-2052
greg.kabance@fitchratings.com

Markus Papenroth
+44 20 3530 1707
markus.papenroth@fitchratings.com

Frederic Gits
+33 1 44299184
frederic.gits@fitchratings.com

Alejandro García
+1 212 908 9137
alejandro.garcia@fitchratings.com

James Watson
+7 495 956-9901
james.watson@fitchratings.com

Glaucia Calp
+57 1 484 8778
glaucia.calp@fitchratings.com

Alcance

Este informe resume el enfoque de Fitch Ratings para calificar bursatilizaciones de flujos futuros; la metodología es aplicable tanto a calificaciones nuevas o existentes y para calificaciones en escala nacional e internacional. Una operación de flujo futuro bursatiza las cuentas por cobrar existentes o futuras de una compañía o proyecto de infraestructura adeudados por emisores designados y cuentas por cobrar originados de una línea de negocios específica.

Las deudas de flujo futuro son títulos híbridos de que contienen componentes de corporativos y también de finanzas estructuradas. Fitch adopta un enfoque de calificación híbrido, que incorpora elementos de finanzas estructuradas y las metodologías de calificación para corporativos/infraestructura e instituciones financieras. Fitch no asigna un modificador de 'sf' a las operaciones de flujos futuros.

Factores Clave de Calificación

Todos los factores clave de calificación enlistados abajo son insumos igualmente importantes para la calificación.

Límite de la Calificación: La mayoría de las transacciones de flujos futuros han sido calificadas en Escala Internacional en la categoría de calificación 'BBB' o 'A', debido al posible riesgo de desviación y cierto grado de riesgo de desempeño así como debido a la dependencia en un originador para generar cuentas por cobrar futuras. Fitch solamente consideraría calificar una operación de flujos futuros por encima de la categoría 'A' si el originador fuera una institución financiera o corporativa líder calificada en la categoría 'A' o por encima de ésta y el país en donde se ubica el originador fuera calificado en la categoría 'A' o por encima de ésta.

Calidad Crediticia del Originador: La calificación de las operaciones de flujo futuro está ligada a la calidad crediticia del originador, la cual es medida por la Calificación de Riesgo Emisor (IDR por sus siglas en inglés) en Moneada Local (ML) del Originador. Una vez que el IDR en ML del originador se establece, el análisis de calificación considera factores de calificación adicionales.

Evaluación de Negocio en Marcha (going concern) (GCA por sus siglas en inglés): La línea de negocios específica del originador debe continuar operando para que las nuevas cuentas por cobrar y flujos de efectivo se generen para el servicio de la deuda. Para capturar este riesgo de desempeño, Fitch evaluará el riesgo de generación futura de flujos de efectivo. La puntuación de GCA es una medida de la probabilidad de que el negocio siga en marcha y el flujo de efectivo subyacente continúe generado si la compañía incumple otros pasivos.

El escalonamiento (Notching) a la alza máximo del IDR en ML permitido por la puntuación GCA actuará como límite (techo) de la calificación de la transacción. Sin embargo, otros riesgos pueden resultar en calificaciones más bajas de la transacción a este techo.

Escalonamiento (Notching) a la alza del IDR en ML: El escalonamiento a la alza y la calificación final de transacción se determina a través del análisis de los atributos y características de las cuentas por cobrar; esto evalúa: la proporción de la deuda de flujo futuro respecto a la deuda total de un originador; las características de las cuentas por cobrar y su volatilidad; la exposición a contrapartes concentradas; y el índice de cobertura de servicio de deuda (DSCR por sus siglas en inglés) bajo varios escenarios de sensibilidad.

Riesgo de Re-direccionamiento/Desvío: Fitch evalúa la posible interferencia del gobierno o del originador en términos de los incentivos y la facilidad para interferir. Aunque la mayoría de las transacciones están estructuradas para mitigar el riesgo de re-direccionamiento/desvío, la interferencia del soberano y del originador no pueden eliminarse completamente y pueden actuar como límite (techo) de la transacción.

Umbral de Calificación: La mayoría de las transacciones de flujos futuros han sido calificadas en la Escala Internacional en las categorías 'BBB' o 'A', debido al posible riesgo de desvío y a cierto riesgo de desempeño y a la dependencia de un originador para generar futuras cuentas por cobrar. Fitch únicamente considerará calificar una transacción de flujo futuro por encima de la categoría 'A' si el originador fuera una institución financiera líder o un corporativo calificado en la categoría 'A' o mayor y el país donde reside el originador está calificado en 'A' o por encima de ésta.

Descripción de Flujos Futuros

Hay dos tipos generales de bursatilización de flujos futuros *offshore*: Los flujos futuros respaldados por la generación de flujos de moneda fuerte de bancos; y las transacciones de corporativos normalmente involucrando ingresos por exportaciones. Los flujos financieros incluyen *vouchers* de tarjetas de crédito y derechos de pago diversificados (DPRs por sus siglas en inglés), que generalmente son remesas electrónicas (normalmente pagos SWIFT, incluyendo MT-100s). Las transacciones corporativas incluyen boletos de aerolíneas por cobrar y exportaciones por cobrar respaldados por productos como petróleo, gas, acero, hierro, soya, papel y pulpa, aluminio, café y químicos. Otros tipos de transacciones incluyen transacciones de flujos futuros respaldadas por cuentas por cobrar *onshore* de compañías de servicios eléctricos y de agua y de servicios relacionados a la infraestructura, tales como cuentas por cobrar de aeropuertos de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos.

Las transacciones de flujo futuro estándares contienen mejoras estructurales para mitigar el riesgo de re-direccionamiento del soberano o del originador. Las cuentas por cobrar de flujo futuro están por lo regular denominadas en moneda extranjera (ej. Dólares Estadounidenses o Euros) y las cobranzas se capturan *offshore* antes de regresarse al país del originador. Este mecanismo mitiga los posibles riesgos de transferencia y convertibilidad. Los pagadores en las cuentas por cobrar de flujos futuros reciben un aviso y normalmente firman acuerdos de Aviso & Recibo (Notice & Acknowledge agreements) que los obligan a realizar los pagos en la cuenta de cobro de la transacción y por lo tanto, mitigan el riesgo de redireccionamiento.

Límite de la Calificación

Las bursatilizaciones de flujos futuros son distintas a las bursatilizaciones tradicionales ya que están respaldadas por las cuentas por cobrar que no existen actualmente. El pago de la deuda depende de la generación continua de las cuentas por cobrar por parte del originador.

Si bien Fitch no tiene un tope o techo de calificación fijo sobre operaciones de flujos futuros, históricamente la mayoría de las operaciones han sido calificadas en la Escala de Calificación Internacional en 'BBB' y 'A' debido al posible riesgo de desviación, riesgo operativo y la dependencia en los originadores para generar las cuentas por cobrar futuras.

Fitch solamente consideraría calificar una operación de flujo futuro por encima de la categoría 'A', si el originador fuera una institución financiera o corporativa líder calificada en la categoría 'A' o por encima de ésta y el país en donde se ubica el originador también fuera calificado en la categoría 'A' o por encima de ésta.



Calidad Crediticia del Originador

El primer paso en el análisis de Fitch de una bursatilización de flujos futuros es establecer el riesgo de desempeño del flujo de efectivo; esto se hace al evaluar el IDR en ML del originador. Una transacción de flujos futuros no es una bursatilización de un activo existente. El pago puntual de bonos depende totalmente de una generación consistente de las cuentas por cobrar. Un exportador debe continuar exportando, los servicios de infraestructura deben continuar proporcionándose y/o el banco debe continuar procesando flujos financieros para que se genere colateral y flujo de efectivo para el servicio de deuda. Los riesgos operacionales y financieros, la calidad crediticia general, y por lo tanto el IDR ML son buenos representantes del perfil de riesgo de generación futura de una compañía. Sin embargo, el IDR ML de un originador podría no ser el tope para la calificación de la transacción. Una vez que el IDR en ML del originador se establece, el análisis considera otros factores relevantes tales como el riesgo de negocio en marcha de la línea de negocios bursatilizada, los atributos y características de las cuentas por cobrar, el nivel de cobertura de deuda, la mejora estructural y la protección legal para los tenedores de bonos. Fitch consultará el IDR en moneda extranjera (ME) del originador si el originador no tiene IDR en ML.

Evaluación de Negocio en Marcha (going concern)

El repago de los bonos tipo flujos futuros depende de la generación continua de cuentas por cobrar de los originadores. Si el originador cesa su operación, la deuda de flujo futuro entrará en incumplimiento. Para capturar el riesgo de negocio en marcha asociado con una línea de negocios bursatilizada en una transacción de flujo futuro, Fitch usa la puntuación del GCA. La pregunta principal abordada en la puntuación GCA es la probabilidad que el corporativo, proyecto de infraestructura o institución financiera sea liquidada si incumple las obligaciones financieras. La puntuación GCA supone que ocurrirá el incumplimiento del originador; por lo tanto, no necesariamente cambiaría cuando el IDR de la entidad originadora cambie.

Fitch usa puntuaciones GCA como insumo principal para la calificación de transacciones de flujos futuros. La máxima alza en el escalonamiento (notching) permitido por la puntuación de GCA proporcionará finalmente un tope para las calificaciones de transacciones de flujos futuros. Sin embargo, otros factores de riesgo pueden bajar la calificación de la transacción por debajo de la calificación equivalente a la puntuación GCA.

- GC4 — cero notches (escalonamientos)
- GC3 — hasta dos notches.
- GC2 — hasta cuatro notches.
- GC1 — hasta seis notches.

Fitch ha visto varios casos en los que compañías o bancos incumplieron en sus obligaciones financieras, y aun así continuaron operando líneas de negocios bursatilizadas específicas. Es probable que el motivo de esto sea que un banco o una compañía sea crucial para la economía del país donde reside, o debido a un interés económico poderoso, y/o que el negocio generador de flujo de efectivo en cuestión sea rentable y deseable. Algunos ejemplos históricos de compañías que han continuado operando después del incumplimiento son aquellas con estatus de monopolio, bancos de primer nivel, compañías estatales, compañías intensivas en capital con activos de uso limitado, operadores aéreos con estatus de operadores nacionales, y compañías operando en un régimen de quiebras incierto con derechos de acreedor limitados.

La mayoría de los corporativos del sector privado muestran las características presentadas en la tabla 2 del Anexo A y por lo tanto, es probable que reciba una puntuación de evaluación de negocio en marcha (GCA por sus siglas en inglés) entre GC4 y GC3. En cambio, es probable que

la mayoría de las puntuaciones GC1 sean asignadas a las compañías de monopolio, empresas líderes en infraestructura o bancos de primer nivel sistémicamente importantes.

Si bien las puntuaciones GCA sirven como una evaluación general del riesgo de desempeño de la compañía, una entidad corporativa puede no bursatilizar las líneas de producto principales que son fundamentales para el negocio. Por lo tanto, la puntuación GCA asignada a las entidades corporativas y empresas de infraestructura deberá también abordar la fuerza de la línea del negocio que está siendo bursatilizada. Por otra parte, los negocios de remesas están generalmente bien integrados a las actividades generales del banco y por lo tanto, no existe diferenciación en la puntuación GCA asignada al banco o a una línea de negocio en particular para las operaciones DPR.

Las puntuaciones GCA se asignan por el equipo de calificación de Corporativos de Fitch, Infraestructura Global, o Instituciones Financieras con el fin de asignar una calificación de flujos futuros. Por lo tanto las puntuaciones GCA no serán asignadas a instituciones financieras, entidades corporativas o proyectos de infraestructura que no originen transacciones de flujos futuros. La puntuación GCA para una entidad originadora específica se publicará en el informe de calificación de la transacción para esa emisión en particular. Para mayores detalles sobre la Puntuación de Evaluación de Negocio en Marcha, favor de consultar el Anexo A.

Limitaciones de escalonamiento (notching) adicionales

El máximo nivel de "notches" se aplicará únicamente a transacciones de originadores que están calificados en el extremo inferior de la escala de calificación, es decir, una entidad no grado de inversión. Estas entidades son más propensas a incumplimiento de corto plazo y Fitch tiene mayor visibilidad sobre el posible resultado de cualquier escenario de incumplimiento/quiebra. Esta mayor previsibilidad permite diferenciales de escalonamiento (notching) más grandes. Para originadores con calificaciones más altas, Fitch calibrará el alza de escalonamiento (notching) conforme la posibilidad de quiebra se aleja y la previsibilidad del resultado es más incierto, de tal manera que el alza para entidades de categoría 'BBB' y 'A' está limitada de tres a dos notches.

Fitch puede calibrar también el diferencial de escalonamiento (notching) entre el IDR ML del originador y la calificación de flujos futuros cuando el IDR ML de la Institución Financiera (IF) está impulsado por el soporte de la matriz y la puntuación GCA también se beneficia de dicho soporte.

Determinar el Alza de Escalonamiento (notching) a partir del IDR de ML

La puntuación GCA sirve como un techo; otros factores de riesgo abordados a continuación pueden resultar en una calificación debajo de la calificación máxima alcanzable.

Deuda de Flujos Futuros Respecto al Balance General

Una consideración importante en relación al diferencial de escalonamiento entre el IDR del originador y el tope de escalonamiento (notching cap) es el tamaño relativo de la deuda de flujos futuros en relación con el perfil de pasivos general de la compañía; y, en el caso de flujos futuros financieros, el índice de deuda de flujos futuros a fondeo no basado en depósitos. Si la deuda de flujos futuros se vuelve una fuente significativa de fondeo para una entidad, Fitch calibrará el diferencial de escalonamiento del IDR ML del originador y la calificación máxima alcanzable dictada por la puntuación GCA. Consecuentemente, la calificación de la deuda de flujos futuros podría estar al mismo nivel o muy cerca del IDR ML del originador.

Para que la transacción se califique al alza máxima, la deuda bursatilizada debe ser pequeña y la transferencia de cuentas por cobrar al vehículo emisor debe lograrse a través de una estructura legal robusta. Fitch analizará el perfil de deuda general de la entidad originadora y determinará

FOLIO

000426

Registro del Mercado
de Valores y Mercancías

cómo las varias formas de deuda pueden impactar el repago de la deuda de flujos futuros.

Al evaluar la relación deuda de flujos futuros con el total de fondeo para los bancos originadores, Fitch considera 5%–10% lo suficientemente pequeño para permitir calificaciones de flujo futuro financiero hasta por la alza máxima indicada por la puntuación GCA. Fitch también considerará el nivel de deuda de flujos futuros relativa a otro fondeo no basado en depósitos. Fitch no permitirá el alza máxima para un originador que tiene una deuda de flujos futuros mayor que el 30% del fondeo no basado en depósitos general.

Para emisores corporativos o de infraestructura, Fitch considera una proporción de deuda de flujos futuros y pasivos totales del 10%–20%, lo suficientemente pequeña para permitir calificaciones de flujos futuros hasta el alza máxima a la cual la puntuación GCA traduciría. Un ratio de 20%–50% se considera promedio y permitiría calificaciones de uno o dos notches sobre el IDR ML de la compañía. Para deuda de flujos futuros mayores del 50% del pasivo total de la compañía, Fitch probablemente no diferenciaría la transacción de flujos futuros del IDR ML. En estos casos, Fitch siempre analizará los posibles beneficios que la estructura trae para la calidad de la compañía y podría permitir alguna diferenciación.

Evaluar la Volatilidad de las Créditos Futuros

Otros factores relevantes incluyen las características y la calidad de las cuentas por cobrar, ya que estas determinarán la volatilidad de cuentas por cobrar futuras. Fitch estudia la estabilidad histórica de las cuentas por cobrar. Aunque la historia por sí misma no puede usarse para predecir el flujo futuro de las cuentas por cobrar, los patrones históricos pueden brindar una buena representación. Cuando los datos históricos ilustran una alta volatilidad en el volumen créditos por cobrar generado, esto provocará preocupación sobre la capacidad del originador de generar créditos suficientemente estables en el futuro. En consecuencia, Fitch podría bajar el número de notches disponibles para el alza del IDR ML del originador.

Fitch analizará las cuentas por cobrar para evaluar los riesgos a los que dichas cuentas están más expuestas. El flujo futuro financiero y las cuentas por cobrar de flujo futuro relativas a corporativos/infraestructura muestran características distintas y están expuestas a diferentes factores de riesgo. Mientras más grande sea la volatilidad en el volumen de flujo, más bajo será el número del diferencial del notching entre el LC IDR del originador y la calificación de la bursatilización. Las cuentas por cobrar de flujo futuro corporativas están por lo general expuestas a riesgo de producto y precio. Fitch revisará los atributos del producto para determinar si el producto tiene un perfil de demanda estable o en aumento y si es por lo tanto capaz de producir un flujo de efectivo consistente. Fitch también considera la volatilidad del precio del producto en cuestión al observar movimientos de precio históricos; mayor volatilidad resultaría en un escalonamiento menor.

Los flujos futuros relacionados a infraestructura, tales como los originados por aeropuertos o puertos, pueden estar expuestos a riesgo de demanda. Para muchos servicios de infraestructura un marco regulatorio o contractual establecerá la base sobre la cual se generan los ingresos, pero exponen la obra hasta cierto punto al riesgo de demanda. Algunos servicios de infraestructura tienen un monopolio en la provisión de servicios públicos esenciales y enfrentan competencia limitada. Otros enfrentan competencia de instalaciones cercanas aunque el monopolio haya sido otorgado, limitando el escalonamiento a la alza. El precio histórico y las tendencias de volumen se usan para evaluar la probabilidad de que el precio y el volumen se combinen para producir un flujo de efectivo consistente; mayor volatilidad resultaría en un escalonamiento (notching) menor.

Las transacciones financieras de flujo futuro como DPRs y tarjetas de crédito no tienen un riesgo de producto explícito. Los DPRs están sujetos a un riesgo de volumen, ya que el monto de remesas en moneda extranjera puede variar con la economía general del país, el volumen de

comercio con socios exportadores y el apetito de inversionistas extranjeros. El riesgo de volumen de una transacción DPR depende del tipo de remesas. Las remesas de trabajadores y los flujos relativos a exportaciones se consideran fuentes estables de flujos. Los flujos de capital tienden ser transacciones únicas en grandes cantidades y por lo tanto dan lugar a flujos volátiles. En algunos países, las órdenes de pago en moneda extranjera se inician por los pagadores en los mismos países que los beneficiarios (es decir, Flujos locales). En el punto de vista de Fitch, estos flujos locales están sujetos a un alto riesgo de volumen ya que es fácil para el gobierno ordenar a negocios locales realizar operaciones en moneda local. Por lo tanto, Fitch no considera estos flujos locales en sus análisis. Las tarjetas de crédito pueden tener cierto nivel de riesgo de precio y de riesgo de tipo de cambio indirecto. Los precios de bienes y servicios en un país pueden aumentar y disminuir en relación a la volatilidad del tipo de cambio y esto puede afectar el nivel de cuentas por cobrar de tarjetas de crédito.

Exposición concentrada - Riesgo de Pagador y/o Banco Corresponsal

Las entidades que acuerdan enviar flujos de efectivo a una cuenta de cobro pueden variar, dependiendo del tipo de transacción de flujo futuro. Las transacciones de cuentas por cobrar de exportaciones obligan al importador a hacer estos pagos. El emisor de una transacción de flujo futuro financiero involucrando tarjetas de crédito sería American Express, Visa o MasterCard. En una transacción DPR, el banco corresponsal firma los contratos de Aviso y la Confirmación (N&A por sus siglas en inglés) para remitir pagos en la cuenta de cobranza fiduciaria.

Todos los tipos de transacciones de flujo futuro muestran cierta exposición de concentración a pagadores/beneficiarios grandes, bancos corresponsales o sectores industriales. A diferencia de bursatilizaciones de activos existentes tradicionales, el incumplimiento de un pagador/banco corresponsal causará una disrupción a la transacción, pero el impacto podría ser limitado ya que nuevos créditos se venden continuamente; además, nuevas ventas a un cliente en incumplimiento cesarían y serían reemplazadas con un cliente diferente. Sin embargo, la exposición a emisores grandes individuales o a emisores en una sola o en muy pocas industrias, probablemente aumentará la volatilidad de los flujos.

Fitch analizará cualquier forma de riesgo de concentración en una transacción de flujo futuro. La mayoría de las transacciones de flujo futuro tienen un índice de cobertura de deuda alto que ayuda a absorber cualquier pérdida de flujo de pagadores grandes y mitigar la exposición a una sola industria o a un solo factor de riesgo. Algunas transacciones también se benefician de mecanismos que permiten la sustitución de un pagador o banco corresponsal.

Si la exposición a un pagador/banco corresponsal grande no puede mitigarse, entonces la calificación de la transacción se limitará a la calidad crediticia de dicha entidad.

Nivel de Cobertura del Servicio de la Deuda (*DSCR por sus siglas en inglés*)

Fitch mide el DSCR como las cuentas por cobrar o las cobranzas para un periodo específico dividido entre el servicio de deuda máximo (el cual incorpora el estrés de tasas de interés, conforme al *Criteria for Interest Rate Stresses in Structured Finance Transactions and Covered Bonds*, proporcional a la categoría de calificación) a lo largo de la vida de la transacción para un periodo en específico (por ejemplo, flujo de efectivo trimestral sobre el servicio de deuda trimestral máximo). Mientras que DSCR es una consideración clave en el proceso de calificación, Fitch no deriva las calificaciones solamente basado en estos niveles ya que otros aspectos más cualitativos del análisis crediticio podrían también afectar las calificaciones.

Fitch evalúa los niveles de DSCR con base en el volumen de flujo normalizado para los últimos tres a cinco años. Fitch analiza la estabilidad de las cuentas por cobrar al evaluar el riesgo de producto, el riesgo de precio, el riesgo de volumen, y el riesgo del pagador/obligado.

En donde se considera que los créditos están sujetos a un riesgo alto de volatilidad, un índice



DSCR alto podría mitigar el riesgo de una futura reducción en las cuentas por cobrar futuras. Un DSCR alto, mitigará hasta cierto punto cualquier posible disminución en los flujos, debido a problemas como fluctuaciones de precio, fluctuaciones de volumen, la calidad crediticia de los pagadores/bancos corresponsales, y la volatilidad de las tasas de interés. Los DSCRs para una transacción de flujo futuro pueden variar significativamente dependiendo de una variedad de características presentes en la transacción.

Para transacciones con activos y características similares, aquellas con índices de cobertura de deuda altos y estables bajo distintas pruebas de sensibilidad permitirán una diferencia de escalonamiento (Notching) más alta entre la calificación de deuda de flujo futuro y el IDR ML del originador que aquellas con un índice de cobertura bajo y volátil. Un índice de cobertura de deuda alto, como resultado de un monto de servicio de deuda pequeño, también reduce el incentivo para que el soberano o el originador interfieran con la transacción.

La tabla a continuación muestra los niveles DSCR mínimos para los diferentes tipos de transacciones de flujo futuro calificadas en las categorías 'BBB' y 'A'. Estos rangos de DSCR son una guía y no se pretende que sean prescriptivos. Mientras más alta sea la calificación alcanzable, más altas serán las DSCRs que se requerirán para proporcionar una mayor resiliencia ante estreses aplicados. Fitch consideraría niveles más bajos de DSCR para categorías de calificación 'BB' y más bajas.

Para poner a prueba la sensibilidad de los índices de cobertura a una reducción en flujos y los detonantes (triggers) de transacción, Fitch aplicará una variedad de sensibilidades específicas a la transacción para poner a prueba una reducción en las cuentas por cobrar debido a precio volumen, pérdida de emisores clave, participación de mercado, estrés soberano extremo, y otros factores dependientes de las características de la transacción. Si bien DSCR es una consideración clave en el proceso de calificación, en la mayoría de las transacciones el nivel de DSCR no es una restricción para las calificaciones, ya que los niveles son más que suficientes dentro de la mayoría de los escenarios de sensibilidad.

DSCRs mínimos- Categorías de Calificación 'BBB' y 'A'

Exportaciones de productos básicos (commodities)	5.0x-6.0x
Riesgo de precio	Alto
Producto/riesgo de volumen	Medio
Riesgo de Emisor	Bajo
Exportaciones de productos básicos con cobertura de precio	3.0x-4.0x
Riesgo de precio	Bajo
Producto/riesgo de volumen	Medio/Alto
Riesgo de Emisor	Bajo
Exportaciones de productos básicos con contrato de suministro	3.0x-4.0x
Riesgo de precio	Alto
Producto/riesgo de volumen	Bajo
Riesgo de Emisor	Bajo
Exportaciones especializadas	4.0x-5.0x
Riesgo de precio	Medio
Producto/riesgo de volumen	Medio
Riesgo de Emisor	Medio
Servicios de agua/electricidad	3.0x-4.0x
Riesgo de precio	Bajo
Riesgo de Volumen	Bajo
Riesgo de Emisor	Diversificado

DSCRs Mínimo- Categorías de Calificación 'BBB' y 'A' (cont.)

Empresas de Infraestructura	3.0x–5.0x
Riesgo de precio	Bajo/Medio
Riesgo de Volumen	Bajo/Medio
Riesgo de Emisor	Bajo/Medio
Cuentas por cobrar de Aerolíneas	3.0x–5.0x
Riesgo de precio	Medio
Riesgo de volumen/corte en rutas	Varía
Riesgo de Emisor	Bajo
Remesas electrónicas (derechos de pago diversificados)	20.0x–30.0x
Riesgo de Volumen	Depende del tipo de remesa
Remesa de trabajadores	Bajo
Relacionado con Exportaciones	Medio
Entradas de Capital	Alto
Exposición a devaluación	Bajo
Riesgo de Emisor	Bajo
Cuentas por Cobrar de Tarjetas de Crédito	4.0x–5.0x
Riesgo de Volumen	Medio
Exposición a devaluación	Medio/Alto
Riesgo de Emisor/riesgo de banco corresponsal	Bajo

Fuente: Fitch

Riesgo de Re-direccionamiento/Desvío:

La capacidad de una compañía o de un soberano de re-direccionar los cobros o exportaciones puede clasificarse como un riesgo de pago/re-direccionamiento/desvío, o riesgo de producto/re-direccionamiento de cliente/riesgo de desviación. De igual forma, los flujos de efectivo relacionados al DPR o a pagos de tarjetas de crédito podrían también ser re-direccionados. Fitch analiza el riesgo re-direccionamiento al observar los incentivos y la facilidad/capacidad con la que un gobierno o compañía podría interferir con la transacción.

Cuando un soberano está en incumplimiento, las posibles acciones podrían incluir restricciones en transferencias y conversiones de tipo de cambio y una prohibición en entidades que mantienen flujos de efectivo offshore. Además, los exportadores podrían ser dirigidos a remitir recibos de vuelta al país. Fitch mide los incentivos del soberano para interferir con una transacción observando el tamaño y cantidad total del flujo futuro de deuda dentro del país, así como también el monto de recibos de divisas involucrados en la transacción específica. Fitch considera que un pago de deuda relativamente pequeño o un índice de cobertura alto es un elemento importante al mitigar incentivos de interferencia. Si una transacción tiene un DSCR de 10.0x, entonces únicamente el 10% de las divisas cobradas offshore es usado para dar servicio a la deuda; el resto se regresa a la compañía originadora, proporcionando una moneda fuerte para el gobierno y por ende bajando el riesgo de interferencia del gobierno. En cambio, si una entidad tiene una cobertura de servicio de deuda de 1.25x, entonces el 80% del flujo de efectivo se cobra offshore.

Fitch por lo general opina que un negocio de propiedad del sector público puede estar más expuesto a una posible interferencia soberana durante una crisis. El gobierno, como propietario de un negocio, es capaz de interferir con las actividades del negocio si es necesario. Por lo tanto es más probable limitar el diferencial entre la calificación de la transacción y con el techo soberano.

En transacciones DPR, los flujos pueden ser re-direccionados por un soberano o un originador al desviar los cobros a bancos corresponsales que no firman un acuerdo N&A. Por consiguiente, los cobros no serán capturados por la transacción. El riesgo de re-dirección de producto se relaciona específicamente a transacciones de exportaciones. La re-dirección/desvío de producto/cliente es



cuando una entidad vende su producto a clientes que no son parte de la transacción. Al dirigir el producto a clientes fuera de la estructura, el soberano o compañía pueden reclamar el tipo de cambio que puede haber sido perdido debido a los mecanismos de cuenta de cobro.

La probabilidad de este riesgo varía por lo regular dependiendo del tipo de producto, que determina la posible base de clientes y también el número total de clientes que han firmado los contratos N&A. Por ejemplo, si el producto es muy específico, como cierto tipo de crudo pesado, auto partes, o vouchers de tarjetas de crédito internacionales, la base de clientes es muy limitada, y es difícil de entregar este producto a cualquier otro cliente. Si el producto es oro o cualquier otro tipo de materia prima mundial, el número de posibles compradores es enorme y sería imposible hacer que todos los posibles clientes firmen contratos N&A.

Fitch declinará calificar una transacción de flujo futuro si el riesgo de redireccionamiento/desviación no está estructuralmente mitigado en la transacción.

Otras Consideraciones de Calificación

Detonantes (triggers)

Las transacciones de flujo futuro estándares contienen eventos detonantes (triggers) específicos que aceleran la amortización de la transacción o que obligan al originador a volver a comprar las cuentas por cobrar. Fitch no calificará una transacción sin dicho detonante (trigger). Los detonantes (triggers) pueden requerir que el fiduciario capture todo el efectivo generado de los créditos durante la incidencia de ciertos eventos. Dichos eventos pueden incluir el deterioro en el volumen de los créditos, violaciones de acuerdos y representaciones y garantías del originador, o acciones del gobierno que afecten negativamente la transacción. Estos detonantes (triggers) brindan señales de alerta temprana respecto al desempeño de las cuentas por cobrar. Si bien estos detonantes (triggers) brindan un cierto grado de poder de negociación para los acreedores, en la mayoría de los casos no cumplen con el propósito de pagar por adelantado la transacción. Si todos los flujos de efectivo estuvieran capturados (trapped), esto causaría un evento de liquidez extraordinaria que podría afectar aún más las capacidades de producción de la compañía. Con más frecuencia, Fitch ha visto estos gatillos (triggers) actuar como una señal de alerta temprana en transacciones y los inversionistas de flujo futuro por lo regular han permitido que algunas de estas cantidades captadas se regresen a la entidad originadora. Por lo tanto, en la mayoría de las transacciones, estos eventos de detonantes (triggers) únicamente capturan una porción de los cobros, en lugar de un 100%.

Contratos de Aviso y Confirmación (N&A por sus siglas en inglés)

Los contratos de aviso y confirmación son características esenciales de las transacciones de flujo futuro, ya que los pagadores que firman los acuerdos N&A están obligados a pagar en la cuenta de cobro de la transacción. Fitch no asignará una calificación a una transacción sin avisos o contratos N&A vinculantes que instruyan a los pagadores a realizar el pago. Estos contratos ayudan reducir el riesgo de re-direccionamiento del soberano y originador. Los contratos N&A vinculan de manera efectiva a un pagador/banco corresponsal a la transacción, al crear un recurso en el caso de que esta entidad participe en el desvío del flujo de efectivo.

Fitch evalúa si los contratos N&A son de naturaleza general, para que abarquen una variedad de circunstancias. El contrato debe en general identificar los créditos, para que no haya duda de que el cliente debe hacer los pagos en la cuenta de cobro de la transacción. Además, los contratos N&A más fuertes contienen terminología de sucesor para que los pagadores/bancos corresponsales continúen pagando en las cuentas administradas por el fiduciario, incluso si hay un cambio de propiedad.

Entre más enérgico el lenguaje en estos contratos, más difícil es para el soberano o la compañía obligar a sus clientes a re-orientar pagos.

Consideraciones legales

Uno de los elementos clave en el análisis legal de Fitch de transacciones de flujo futuro transnacionales se refiere a los derechos del fideicomiso sobre las cuentas por cobrar. Las opiniones legales son normalmente proporcionadas por el departamento jurídico en la jurisdicción del originador, cualquier ubicación offshore en la que el vehículo de Propósito Especial (SPV por sus siglas en inglés) y las jurisdicciones en las que se ubica el fideicomiso.

Normalmente se proporcionan opiniones legales que confirman que los flujos de efectivo derivados de los activos o cualquier otra parte de la transacción relevante no serán deteriorados o reducidos. Dependiendo de la estructura legal de la transacción, Fitch espera ver opiniones que aborden, entre otras cosas: el aislamiento de los activos del riesgo de quiebra/insolvencia del originador; el otorgamiento de interés de garantía prioritario para beneficio de los tenedores de bonos; y el estatus fiscal del SPV emisor, ya sea como entidad fiscal neutra, o si el emisor SVP es gravable, la naturaleza y el monto de dichos impuestos.

Fitch espera que las opiniones legales confirmen los aspectos legales de la transacción relevantes para el análisis de la agencia, incluyendo pero no limitándose a los aspectos fiscales de la transacción, la legalidad, validez y aplicación de los contratos, notas, valor y la cesión, transferencia y/o venta de los créditos u otros activos. En la medida en que este no es el caso, la agencia lo reflejará en su análisis, ej. Al aplicar supuestos más conservadores, complementando su análisis como se ha garantizado, o al declinar asignar una calificación.

Sensibilidades de la calificación

Las variables más importantes que afectan las calificaciones de flujo futuro son los cambios en la calidad crediticia específica de la compañía originadora, la puntuación GCA de la compañía, la calificación soberana del país en el que el originador está establecido como se considera parte de la asignación del IDR de la compañía originadora, y los cambios en los DSCRs. Si bien los DSCR son insumos clave dentro de la calificación, los niveles son normalmente más que suficientes y no restringen por lo regular la calificación del flujo futuro

Análisis de Sensibilidad para una Transacción de Derecho de Pago Diversificado (DPR) con calificación 'A'

Supuestos clave

Puntuación GCA: GC2.

IDR o banco: 'BBB'

IDR en moneda extranjera 'BBB'

DSCR: 20.0x.

Sensibilidades

Baja del Techo País (country ceiling)

Cambio de la calificación de techo de país 'BB': Calificación de la Transacción 'A' (sin cambio).

Cambio de la calificación de techo de país 'B': Calificación de la Transacción 'BBB'.

Cambio de la puntuación de la evaluación de negocio en marcha

GC3: Calificación de la transacción 'A-'.
GC4: Calificación de la transacción 'BBB'.

Baja simultánea al techo país y IDR del banco

Techo del país 'CCC' y IDR del banco 'ccc', GCA 3

Calificación de la transacción: 'B+'.

Disminución en flujos

Todo lo demás igual DSCRs <5.0x

Calificación de la transacción: No irá por debajo del IDR FC del banco (asumiendo que el obligacionista tiene un recurso para el banco)

Fuente: Fitch



Divulgación de la Transacción

Cuando una transacción no alcanza el alza máxima permitida bajo la metodología, Fitch revela la justificación de la calificación para cualquier escalonamiento (notching) en el comentario de acción de calificación y el informe de la transacción.

Fitch divulgará el comentario de la acción de calificación y el informe de calificación de los escenarios de sensibilidad realizados en la cobertura DSCR.

Variaciones de la Metodología

La metodología de Fitch está diseñada para usarse en combinación con un juicio analítico experimentado ejercido a través de un proceso de comité. La combinación de una metodología transparente, un juicio analítico aplicado en base a cada transacción y una divulgación total a través del comentario de calificación, fortalece el proceso de calificación de Fitch, al tiempo que ayuda a los participantes del mercado a entender el análisis detrás de nuestras calificaciones.

Un comité de calificación puede aún ajustar la aplicación de estos criterios para reflejar los riesgos de una transacción específica. Dichos ajustes se llaman variaciones. Todas las variaciones serán divulgadas en los comentarios de acciones de calificación respectivos, incluyendo su impacto en la calificación, en su caso.

Una variación puede ser aprobada por el comité de calificación cuando el riesgo, característica u otro factor relevante para la asignación de una calificación y la metodología aplicada a ello, están incluidos dentro del alcance de la metodología pero el análisis descrito en la metodología requiere de modificación para abordar factores específicos de la transacción particular.

Restricciones

Calificaciones, incluyendo calificaciones en observación y perspectivas asignadas por Fitch están sujetas a las limitaciones especificadas en las Definiciones de Fitch Ratings y están disponibles <https://www.fitchratings.com/site/definitions>

Fuentes de Información

Las calificaciones de Fitch al igual que los supuestos de calificación claves para la metodología son informados por los documentos de análisis de transacciones de Fitch; información de la transacción y la información recibida por parte del originador y del asesor jurídico de la transacción; y el criterio analítico de Fitch.

Apéndice A- Puntuaciones de la Evaluación de Negocio en Marcha

La puntuación de la Evaluación de Negocio en Marcha (going concern) refleja el Riesgo de Desempeño

Todas las transacciones de flujos futuros dependen de la existencia continua del originador para garantizar el repago de las notas. La puntuación GCA mide la probabilidad de que un originador o una línea específica de negocio del originador seguirán en operación a lo largo de la vida de la transacción de flujo futuro e incluya consideraciones tales como fuentes de soporte, la importancia sistémica del originador en la economía, y su capacidad de generación de divisas.

La puntuación GCA asignada a un originador evalúa el riesgo de desempeño de esa entidad. Ciertas entidades corporativas pueden no bursatilizar las líneas de producto centrales para el negocio. Por lo tanto, la puntuación GCA debe también abordar la fortaleza de las líneas de negocio que están siendo bursatilizadas. Con ese fin, la puntuación GCA tiene por objeto reflejar la opinión de Fitch sobre el perfil de negocio de una compañía o empresa de infraestructura como negocio en marcha, específicamente en la presencia del estrés financiero que pueda resultar en un incumplimiento. Así como la puntuación GCA está destinada a reflejar una opinión concierne a las operaciones de una entidad o línea de negocios en marcha, hay aspectos importantes que la puntuación GCA no pretende evaluar o medir. Sobre todo, la puntuación GCA no pretende reflejar la probabilidad de incumplimiento de la entidad respecto a sus obligaciones financieras, ya que esto ya está totalmente reflejado en los IDR locales y en moneda extranjera de la compañía.

Definición de la Escala de Negocio en Marcha

Las puntuaciones GCA únicamente se asignan para el fin de asignar una calificación de flujo futuro. Por lo tanto la puntuación GCA no será asignada a instituciones financieras, entidades corporativas o proyectos de infraestructura que no originen transacciones de flujos futuros. La puntuación GCA para una entidad originadora específica se publicará en el informe de calificación de la emisión nuevo para esa emisión de flujos futuros en particular. La tabla a continuación resume el sistema de puntuaciones GCA de Fitch y sus definiciones relacionadas.

Definición de la Puntuación Negocio en Marcha

- GC1 La operación continua del negocio en incumplimiento es casi segura o muy probable, con solo un elemento mínimo de duda presente.
- GC2 La operación continua del negocio en incumplimiento es muy probable y anticipada, pero un elemento de duda está presente.
- GC3 La operación continua del negocio en incumplimiento es menos probable pero es posible, con un elemento importante de duda presente.
- GC4 La operación continua del negocio es posible pero muy dudosa, y la liquidación en quiebra parece más probable.

Fuente: Fitch

La puntuación GCA asume un incumplimiento de la entidad relativamente alto; por lo tanto, no cambia automáticamente cuando el IDR de la entidad originadora cambia. La puntuación GCA está un insumo clave en la calificaciones de transacciones de flujo futuro, y el máximo alcanzable de calificación de la emisión de flujo futuro estará topado a un nivel cero a seis notches por encima del LC IDR de la entidad originadora, dependiendo de la puntuación GCA (ver el texto principal de la metodología en la sección de Evaluación de Negocio en Marcha)

La puntuación GCA pretende añadir mayor claridad al reflejar los factores soportando la sobrevivencia en última instancia de un negocio o línea de negocio como en marcha, además de otros factores ya incorporados en el IDR ML del originador. Para mayor información sobre los factores específicos que Fitch considera al asignar calificaciones a entidades corporativas, empresas de infraestructura y bancos, ver el estudio de Fitch Metodología para Finanzas Corporativas, *Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos*, y



Metodología Global de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias, todo disponible en la página web de Fitch en www.fitchratings.com

Estableciendo la Puntuación de la Evaluación de Negocio en Marcha

Para determinar la puntuación GCA de una entidad, Fitch considera varios factores en su análisis. A continuación se encuentra una explicación de qué factores Fitch considera más importantes, así como los aspectos clave de cada factor que se examina.

Instituciones Financieras

Las puntuaciones GCA de los bancos reflejan principalmente la opinión de Fitch respecto a la probabilidad de que un banco originador de flujos entre en la categoría de bancos de importancia sistémica o bancos patrocinados por el gobierno, que probablemente continuarán operando incluso después del incumplimiento. Al determinar la importancia sistémica y/o política del banco con el objetivo de asignar la puntuación GCA, Fitch se enfocará por lo regular en la combinación de negocios del banco, la participación del mercado y franquicia, la estructura de propiedad y la importancia para el sistema de pagos.

Para que un banco que ha incumplido en sus obligaciones permanezca en marcha, el regulador del banco debe decidir no liquidar el banco. Además, los acreedores del banco deben decidir no declarar su quiebra o de alguna manera estar impedidos de hacerlo, aunque en la práctica es raramente en interés de los acreedores declarar la quiebra de un banco en casos en los que el regulador está dispuesto a tomar medidas para respaldar a la institución y mantenerla en marcha.

Un regulador bancario y otras autoridades de gobierno pueden decidir ofrecer asistencia selectiva en inyección de capital o liquidez (incluso si estas han sido insuficientes para evitar el incumplimiento del banco) o como ha sido frecuente el caso cuando dicha asistencia resulta económicamente difícil, tolerancia regulatoria que permite a los bancos continuar operando incluso cuando violan regulaciones cautelares. El banco puede beneficiarse también de un sistema legal y judicial que lo haría difícil en la práctica para los acreedores presentar reclamos en su contra, en especial en casos en los que el banco en cuestión cuenta con el apoyo de las autoridades del país anfitrión.

La motivación de dicho apoyo probablemente surja por el hecho de que el banco sea visto como importante para la economía del país anfitrión, o que es importante sistémicamente para el sector bancario. Las autoridades gubernamentales pueden ver la liquidación del banco, conllevando una venta forzosa de sus activos y posiblemente grandes pérdidas para los acreedores, como una opción menos deseable que la continuación de sus operaciones, ya que la liquidación puede afectar la estabilidad del sistema bancario y/o requerir soporte gubernamental adicional más tangible para limitar las pérdidas de acreedores.

Es común que los bancos importantes sistémicamente, continúen operando, ya que su continua operación es crucial para el mantenimiento del sistema de pagos que permita seguir al comercio diario. Además, un banco subsidiario puede seguir teniendo soporte de su matriz extranjera, por lo tanto, permanecería solvente y líquido, incluso en casos en los que el banco subsidiario ha incumplido como resultado de restricciones de pago impuestas por el soberano.

Se considera que los bancos más grandes y más importantes sistémicamente dentro de un país y aquellos con un rol de política importante, se beneficiarían posiblemente de algún tipo de protección de gobierno y tendrían puntuaciones GCA en el rango GC1 y GC2, que resultaría en el más amplio escalonamiento posible entre el IDR ML de los bancos y la calificación de flujo futuro. Dichas puntuaciones son típicas para bancos grandes, sistémicamente importantes en mercados altamente concentrados. Si hay un riesgo elevado de que el banco pudiera ser liquidado en el caso de incumplimiento, entonces la puntuación GCA sería probablemente GC4, resultando en ninguna alza del IDR ML del banco.

Las calificaciones de GC2 o GC3 (pero raramente GC1) pueden también obtenerse por un banco con importancia sistémica moderada, si es propiedad de una matriz con calificación alta y los IDRs del banco subsidiario son limitados por los riesgos del país local (específicamente, el riesgo de que el soberano local imponga restricciones de pago). Si Fitch considera que el banco subsidiario es de importancia estratégica para la matriz, y la matriz tiene una trayectoria sólida de respaldar sus subsidiarias, entonces la agencia puede esperar que la matriz continúe proporcionando soporte suficiente que permita a la subsidiaria continuar en marcha.

Entidades Relacionadas a los Corporativos

La puntuación GCA para un corporativo mide la capacidad y disposición de una entidad para mantener la producción en volúmenes suficientes necesarios para generar un nivel específico de flujo de efectivo de un activo en particular por un periodo definido de tiempo. La puntuación GCA mide la probabilidad de que la compañía siga en operación a lo largo de la duración de la transacción de flujo futuro e incluye consideraciones como fuentes de soporte y la importancia sistémica de la entidad para la economía, tales como su fuerza laboral, base fiscal, importancia social o la capacidad general de la entidad de generar divisas. Las consideraciones adicionales incluyen el entorno competitivo, barreras de entrada, viabilidad económica, costo de producción en efectivo, y demanda de producto y mercado.

Estas categorías específicas usadas en este análisis se encuentran en la tabla a continuación, que enlista 10 atributos y puntuaciones asociadas con cada atributo. Los candidatos GC1 tendrán puntuaciones altas en todas o la mayoría de las categorías. La mayoría de las entidades GC1 son por lo regular monopolios de importancia estratégica para el país y la economía. Una vasta mayoría de las entidades del sector privado tendrán puntuaciones GC3 y menores, dependiendo de las características calificadas en la tabla. El nivel de importancia y peso para cada categoría dependerá del tipo de entidad. Por ejemplo, varias categorías serán menos importantes para los monopolios que brindan servicios vitales para la economía, mientras que otras categorías podrían tener mayor peso cuando se analiza a una entidad del sector privado.

Empresas de Infraestructura

La calificación GCA para una empresa de infraestructura mide la capacidad y disposición de una entidad para mantener la provisión de los servicios de infraestructura relacionados en volúmenes necesarios suficientes para generar un nivel específico de flujo de efectivo de un tipo de activo en particular por un periodo definido de tiempo. La puntuación GCA mide la probabilidad de que la empresa siga en operación a lo largo de la duración de la transacción de flujo futuro e incluye consideraciones como el compromiso del gobierno y el soporte público, como lo indica la importancia sistémica para la economía y la sociedad del activo infraestructura, a nivel global y/o local o la capacidad general de la entidad para generar divisas. Las consideraciones adicionales incluyen el entorno regulatorio, barreras de entrada o naturaleza esencial del sector, incluyendo regímenes regulatorios o reglas específicas de la industria. La naturaleza de la demanda (esencial versus discrecional) también se analiza y se refleja en el análisis de generación de ingresos.

Las categorías específicas usadas en este análisis se encuentran en la tabla a continuación, que enlista cinco atributos y puntuaciones asociadas con cada atributo. Los candidatos GC1 tendrán puntuaciones altas en todas o la mayoría de las categorías. La mayoría de las entidades GC1 son generalmente monopolios de infraestructura y esenciales para la economía; es probable que la infraestructura clave cuyo cese de operaciones podría conducir a una interrupción económica importante a nivel nacional tenga puntuación GC2. Infraestructura nicho de propiedad privada tendrá puntuaciones GC3 y menores, dependiendo de las características calificadas en la tabla. El nivel de importancia y peso para cada categoría dependerá del tipo de entidad.

Evaluación de Negocio en Marcha- Entidades Corporativas/Empresas de Infraestructura

Puntuación	Estructura Industrial	Importancia de sistema para la economía local	Barreras de entrada/salida	Poder relativo en la cadena de valor ^a	Potencial de crecimiento de largo plazo
GC1	Infraestructura industrial de oligopolio/monopolio	El cese de operaciones podría llevar a una interrupción general de la economía a nivel nacional, sin acción correctiva en el futuro previsible.	Barreras muy altas de entrada emergencia gradual significativamente dispersos	Posición dominante en la cadena de valor, con proveedores y clientes estable	Fuerte potencial a largo plazo con crecimiento gradual y constante.
GC2	Número reducido de Competidores con un líder claro/estructura de líder	Operaciones de cese conducirían a Interrupción económica significativa a nivel nacional sin acción correctiva inmediata.	Se requiere tiempo y compromiso financiero significativo para entrar a la industria de manera significativa.	Poder de negociación más fuerte que proveedores y clientes.	Fuerte potencial a largo plazo con crecimiento más volátil, o industria muy estable con crecimiento moderado pero predecible sobre el horizonte de calificación.
GC3	Mayor número de Competidores con algo Trayectoria de disciplina en precio durante crisis	Las operaciones que cesan llevarían a una disrupción económica significativa sobre una base nacional o regional, sin ninguna acción remedial inmediata.	Barreras de entrada moderadas. Los titulares están fuertemente posicionados de forma general pero los nuevos participantes exitosos han surgido a lo largo del tiempo.	Poder de negociación equilibrado relativo con proveedores y clientes.	Industria Madura. Mercados tradicionales pueden estar bajo alguna presión pero surgen oportunidades en nuevos mercados.
GC4	Altamente competitivo Industria con múltiple jugadores de tamaño comparable.	El cese de operaciones podría llevar a interrupción significativa en una entrada/salida. base nacional o regional. Acción correctiva puede existir pero resultando en un nivel de eficiencia/calidad significativamente más bajo.	No existe barrera para entrar/salir. El número de jugadores de la industria sigue el ciclo.	Proveedor y/o cliente más concentrado, con poder de negociación significativo.	Industria en lento crecimiento

(*) No aplica a Empresas de Infraestructura
Fuente: Fitch

FOLIO
000431
Registro del Mercado
Mercancías

Evaluación de Negocio en Marcha- Entidades Corporativas/Empresas de Infraestructura

Puntuación	Volatilidad de demanda	Amenaza de sustitutos ^a	Participación de Mercado ^a	Ventaja Competitiva ^a	Eficiencia Operacional ^a
GC1	Demanda altamente estable, incluso en crisis	No sustituto. El producto es esencial para clientes.	Líder de mercado en la mayoría de sus segmentos	Fuerte ventaja competitiva en costo tecnología o marca que no puede ser replicada por los competidores en el horizonte de calificación	El mejor en retorno en capital invertido.
GC2	Por lo general estable, de alguna manera sensible a los ciclos económicos	Existen sustitutos pero son de calidad fundamental más baja.	Uno de los tres actores principales en la mayoría de los mercados, o líder en un nicho protegido y definido.	Ventajas competitivas fuertes, pero más en riesgo de competidores.	Retorno en capital invertido más alto que el promedio.
GC3	Volatilidad de demanda en línea con los ciclos económicos	Enfrenta sustitutos de calidad comparable, pero los costos de cambio son importantes.	Uno de los cinco actores principales en la mayoría de los mercados, o líder en un nicho con cierta amenaza de sustitución dentro de la industria.	Algunas ventajas competitivas, con una sostenibilidad razonablemente buena.	Retorno en capital invertido en línea con el promedio de la industria.
GC4	Volatilidad de demanda incrementa ciclos económicos	Enfrenta sustitutos de calidad comparable, con costos de cambio modestos.	Predominantemente actor de segundo nivel.	Ventaja competitiva modesta, si la hay. Sostenibilidad de largo plazo cuestionable.	Rentabilidad pobre. No puede generar retornos para sus accionistas.

(*) No aplica a Empresas de Infraestructura
Fuente: Fitch

Apéndice B

Tipos de Transacciones de Flujo Futuro Flujo

Futuro Financiero

Las transacciones de flujo futuro financiero son normalmente emitidas por los bancos y garantizadas por los flujos de efectivo offshore generados a través de las varias líneas de negocio de los bancos.

Remesas

Las remesas más comunes son transferencias electrónicas, generalmente referidas como DPRs. Los DPRs se crean de terceros pagadores, quienes desean realizar un pago para los bienes y servicios, inversiones y otras actividades a los beneficiarios que tienen cuentas de depósito con el banco originador. Las órdenes de pago están denominadas en moneda extranjera como dólares estadounidenses, euros y libra esterlina, y están establecidas *offshore*. DPRs son el derecho bancario en órdenes de pago recibidas o por ser recibidas por el banco. Los pagos al banco que se relacionan con las órdenes de pago son propiedad del banco y no del beneficiario mencionado. El banco puede emitir valores de deuda respaldados por el flujo futuro esperado de DPRs.

Cuentas por Cobrar de Tarjetas de Crédito Internacionales

En una transacción de cuentas por cobrar de tarjeta de crédito típica, un viajero extranjero crea un voucher (o mensaje electrónico) cuando paga con su tarjeta de crédito bienes y servicios en un país. El comerciante en dicho país presenta el voucher, o el mensaje electrónico se envía a un banco local. Este banco paga al comerciante el monto del voucher en moneda local y re-envía el voucher a Visa y/o MasterCard para su autorización y liquidación en Dólares Americanos. El derecho del banco procesador de recibir créditos futuros por parte de Visa y/o MasterCard es el título para este tipo de transacción.

Riesgos del Soberano Asociados con los Flujos Futuros Financieros

Los riesgos de soberano de cada transacción de flujo futuro financiero varían dependiendo de sus características específicas. Por ejemplo, ciertas remesas y transacciones de tarjeta de crédito no implican la transferencia de bienes y servicios fuera de las fronteras; por lo tanto, es menos probable que sean afectadas por los controles de exportación. Por otro lado las remesas relacionadas con las exportaciones son susceptibles a este tipo de controles. Además, las remesas que se relacionan a flujos de capital son altamente susceptibles a crisis dentro del entorno económico del soberano.

Dependiendo de la composición de los flujos de efectivo subyacentes, las cuentas por cobrar de las tarjetas de crédito pueden ser más susceptibles a agitaciones en el entorno del soberano. Este riesgo puede ser dual: los flujos relacionados a comercio y turismo pueden disminuir debido conflictos civiles o el deterioro de las condiciones económicas; y como las compras se hacen onshore y muchos bienes y servicios están cotizados en moneda local, estos créditos son más susceptibles a la devaluación. Este segundo efecto es de alguna manera mitigado por un aumento en la inflación y el hecho de que algunos bienes y servicios (ei. Hoteles) son cotizados en dólares americanos.

Las remesas tienen un riesgo mayor de re-orientación que los flujos relativos a las tarjetas de crédito. El riesgo de re-orientación es el riesgo de que el banco local desvíe los flujos de transacción a bancos corresponsales que no participan en la transacción, que a su vez pueden remitir el pago directamente al originador y no al SPV. Este riesgo es más aparente en una transacción de remesa, ya que hay una variedad de posibles bancos corresponsales, mientras que en operación de tarjeta de crédito únicamente tiene un número limitado de posibles emisores (Visa, Mastercard, entre otros).



Créditos de Exportaciones Futuros

Las transacciones de créditos de exportaciones de flujo futuro son garantizadas por los créditos adeudados de las ventas de exportaciones a emisores extranjeros, o a través de un intercambio establecido. Una transacción de flujo futuro de créditos exportación típica ocurre cuando una compañía en un país de mercado emergente produce una exportación específica (ie. Acero, petróleo o aluminio) y vende su producto a clientes (emisores) en países extranjeros. Los pagadores, a través de contratos N&A, se comprometen a realizar sus pagos en cuentas bancarias dedicadas con un fideicomiso offshore. El fideicomiso retiene luego fondos para el servicio de deuda de la transacción y envía cualquier excedente de regreso con la compañía originadora. El flujo de efectivo de los pagadores al fideicomiso offshore es el flujo bursatilizado en esta transacción.

Existen variaciones legales dentro de las estructura. Puede haber diferencias en la definición del activo ya sea por crédito o producto. También hay diferencias respecto a la fortaleza de un reclamo en un activo, sobre todo si ha sido vendido al fideicomiso o únicamente pignorado. Algunos ejemplos de variaciones estructurales incluyen notas de exportaciones garantizadas, ventas futuras de productos, venta directa de créditos futuros.

Las transacciones de créditos de exportaciones futuros son también únicas de la bursatilización de flujos futuros en cuanto a que son una muy amplia variedad de posibles activos, y cada uno puede conllevar riesgos a la transacción.

Cuentas por Cobrar de Boletos de Avión Futuros

En las bursatilizaciones de créditos de boletos de avión, el flujo futuro es el resultado de pagos hechos en las compras de boletos internacionales. Las ganancias en moneda fuerte de ventas realizadas en EUA o en otra jurisdicción extranjera se capturan offshore por la estructura antes de ser remitidas de regreso a la aerolínea. La mayoría de estas ventas son en efectivo o mediante tarjeta de crédito y se realizan en oficinas extranjeras de la aerolínea, agentes de viaje o en internet. Sin importar el punto de venta, la mayoría de los boletos se organizan y liquidan a través de Airlines Reporting Corp. (ARC), que es un sistema global para todas las aerolíneas que facilita el proceso de transacción entre los operadores y los viajeros.

En el caso de compras de efectivo, ARC actúa como el pagador directo y habiendo firmado un contrato N&A, re-envía todas las ganancias directamente al fideicomiso offshore. Para compras con tarjeta de crédito, el voucher correspondiente se re-envía por ARC al banco de compensación. El banco de compensación luego envía el voucher a la red de pago de la tarjeta (ej. MasterCard International, Visa International, o American Express Co.) que a su vez, es requerida a pagar el monto por cobrar en el fideicomiso offshore.

El colateral es normalmente definido en términos de los ingresos generados de las rutas internacionales específicas y únicamente de la venta de boletos que se realiza en ubicaciones extranjeras. En este sentido, una estructura asegura la creación de los flujos de efectivo offshore, un elemento clave para transacciones de flujo futuro. En algunos casos, el colateral no está restringido a rutas internacionales, pero puede incluir las rutas nacionales más fuertes también. Los flujos de efectivo derivados de operaciones nacionales sin mecanismos de pago offshore, son generalmente restringidos por el techo del país (country ceiling).

Los puntos clave en el análisis de calificación de Fitch incluyen los siguientes:

- la probabilidad de que la línea área local continúe operando, vuele ciertas rutas internacionales, y venda boletos en países extranjeros;
- la confiabilidad de ARC y las compañías de tarjetas de crédito extranjeras para cumplir con las obligaciones de pago para con la línea área local; y

- El entorno regulatorio y competitivo dentro del país local y para rutas internacionales.

Riesgo de Desempeño y Evaluación de Negocio en Marcha

Similar a otros análisis de flujo futuro, Fitch asignará una puntuación GCA para la aerolínea originadora, que es más una medida del riesgo comercial u operativo que de riesgo de pago financiero. La evaluación está basada en el hecho de que en muchos países el incumplimiento financiero de una aerolínea no conducirá a la liquidación. A pesar del incumplimiento en obligaciones generales, mientras que la aerolínea continúe volando las rutas internacionales bursatilizadas, los créditos deben ser generados y controlados por la estructura de la transacción. Para determinar el IDR ML y la puntuación GCA, el grupo de Corporativos de Fitch, analiza los estados financieros, la experiencia directiva, el desempeño operativo, las posibles fuentes de soporte, y las perspectivas del país y de la industria. Las calificaciones de bursatilización de flujos futuros son más altas que las de IDR ML corporativos únicamente en los casos en los que la puntuación GCA es GC3 o más alta y una estructura de venta real se utilice. Como todos los flujos futuros, el concepto de venta real debe validarse dentro la ley local, confirmando que bajo los escenarios de reorganización, siempre y cuando el crédito sea generado, ningún acreedor o la compañía tendrá la capacidad de interferir en los flujos de efectivo bursatilizados.

Riesgo de Generación de Créditos

Un problema importante en una bursatilización de créditos, es si la aerolínea es capaz de continuar produciendo los flujos de efectivo necesarios para cumplir puntualmente las obligaciones del servicio de deuda. Si bien la puntuación GCA aborda la capacidad de la aerolínea de permanecer en operación, no garantiza explícitamente que la aerolínea mantendrá elegibles las rutas internacionales que generan los créditos. Para determinar si los flujos de efectivo vendidos continuarán siendo generados, Fitch considera la estabilidad histórica de los flujos de efectivo, la perspectiva de los flujos y la importancia que de las rutas sean vendidas para el país, la industria, y las operaciones de la aerolínea. Durante periodos de estrés la aerolínea debe seguir prevista a generar los flujos de efectivo que están siendo vendidos en la bursatilización.

Bursatilizaciones de tipo Flujos Futuros Respaldadas por Regalías e Impuestos

Los flujos futuros también pueden ser generados por recibos de impuestos y pago de regalías. Estas obligaciones incluyen pagos de impuestos y regalías originadas de la producción de minerales y del petróleo. Las calificaciones de estas transacciones se basan en la producción potencial y riesgo de generación y están limitadas por las habilidades del deudor o de la contraparte para continuar realizando los pagos de estas regalías. Otros factores limitantes incluyen la calidad crediticia del originador y posible riesgo de desviación, al igual que DSCRs y el nivel de apalancamiento.

Fitch no ha asignado una puntuación GCA al originador o al patrocinador, pero ha analizado si el riesgo de desempeño de los flujos de efectivo es una restricción para la calificación de la transacción. Este análisis implica el revisar la información histórica sobre los flujos de efectivo subyacentes y evaluar el riesgo de su generación futura. El riesgo de generación futura es analizado en conjunto con el analista del sector corporativo pertinente mediante los informes de vida de la reserva e informes de ingenieros independientes con relación a la producción futura.

Otras Transacciones de Flujo Futuro

Además de los mencionados anteriormente, se han terminado varios tipos de otras bursatilizaciones de flujo futuro. Las transacciones de flujo futuro onshore han aumentado en los mercados de bursatilización locales. La mayoría de estas emisiones locales han bursatilizados pagos relacionados a servicios de agua y electricidad y regalías de petróleo.

Algunos mercados locales han utilizado estructuras de flujo futuro para mitigar los riesgos corporativos. Estas estructuras pueden obligar legalmente a los emisores de la compañía a pagar en una cuenta de fideicomiso separada. Por lo tanto, cualquier problema relacionado a la disposición de la compañía a pagar su deuda puede ser reducida significativamente. La estructura proporcionará únicamente una diferenciación en la calidad crediticia, cuando pueda legalmente los acreedores de flujo futuro y cuando las compañías originadores puedan demostrar que el riesgo de rendimiento puede ser menor que el riesgo de incumplimiento de la compañía.

La mayoría de las transacciones han involucrado compañías de servicios de agua y electricidad, con originadores beneficiándose del estatus de monopolio o bajo riesgo de liquidez. El análisis es similar a la calificación de una transacción de flujo futuro offshore, pero los riesgos del soberano son menos importantes ya que las transacciones son regularmente calificadas por debajo de la calificación del soberano. Además, las transacciones de flujo futuro locales tienen a ser de base de consumidor, con carteras bien diversificadas. Los niveles de cobertura se determinan en base a cada caso y se analizan para asegurar que cubren de manera suficiente la posible volatilidad.



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](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 © 2018 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 lleva a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

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

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