



la calificación del otorgante, de quien se recibe la mayoría del ingreso, constituya un tope para la calificación del proyecto.

**Riesgo de Costo:** Exposición a potenciales fluctuaciones importantes en los costos de operación y mantenimiento (OM) y de reposición de activos (RA), tomando en consideración el alcance del trabajo requerido, la predictibilidad de los costos, así como la volatilidad de éstos y las protecciones estructurales disponibles.

**Estructura de Deuda:** Composición de los términos de pago/perfil de la deuda; fortaleza de los requisitos que respaldan el pago de la deuda, mantienen una liquidez adecuada y limitan el endeudamiento.

**Perfil Financiero:** Resistencia del flujo de caja para soportar pagos oportunos de servicio de deuda bajo las premisas del caso base, del caso de calificación y de los escenarios de sensibilidad o de punto de equilibrio.

## Marco Analítico para el Rango de Calificación

A los ingresos de los proyectos basados en disponibilidad frecuentemente se les conoce como pagos por disponibilidad, ya que suelen ser una función de la medida en que el proyecto está disponible para ser utilizado bajo los estándares requeridos y en los tiempos requeridos. Los pagos por disponibilidad se encuentran aislados en forma importante de riesgos relacionados a precio, volumen, por lo que el enfoque de nuestro análisis se centra en los términos del contrato subyacente y en los riesgos relacionados con la construcción, el desempeño, la operación y el mantenimiento. Algunos proyectos pudieran incluir provisiones respecto a ingresos derivados de demanda. Cuando sea relevante para la calificación, los riesgos relacionados a dichos ingresos serán evaluados por la metodología del sector correspondiente, por ejemplo, la metodología para calificar autopistas de cuota, puentes y túneles, cuando una porción de la carretera con pagos por disponibilidad.

Muchos de estos proyectos han sido asignados por las entidades gubernamentales a nivel local, regional y nacional bajo esquemas como las Iniciativas de Financiamiento Privado (IFP) en el Reino Unido, las Asociaciones Público Privadas (APP) en Europa y las P3 (similares a las APP) en Canadá, Estados Unidos, México, Chile, Perú e India, entre otros. En este reporte a dichos contratos se les llamará APP. En la mayoría de los casos, la deuda es emitida por una entidad de propósito específico, a la cual genéricamente se le denomina "emisor" en este reporte.

Gran parte del portafolio de proyectos basados en disponibilidad de Fitch está calificada en las categorías 'BB' o 'BBB'. Es posible asignar calificaciones más altas a las transacciones si tienen fortalezas específicas, ya sea atributos cualitativos y/o métricas financieras sólidas, o bien, calificaciones más bajas si exhiben atributos y/o métricas crediticias más débiles. Es probable que la calificación se vea limitada a la categoría de 'A' al tratarse de proyectos con un único activo.

Ciertos proyectos, tales como los del sector ferroviario, pueden tener una mayor complejidad técnica y operativa. Estos proyectos requieren una estructura financiera más conservadora y patrocinadores, constructores y operadores más fuertes para obtener el mismo nivel de calificación que proyectos menos complejos.

Aún si un proyecto cumple con los requerimientos de métricas financieras para el grado de inversión, otros factores pudieran restringir la calificación a un nivel menor. Factores como patrocinadores débiles, alcance poco claro, riesgo técnico excesivo, exposición parcial a volatilidad de precios, exposición a riesgo contraparte u otras evaluaciones de los factores clave de la calificación, pudieran derivar en una calificación más baja. Se espera que la calificación de un

proyecto basado en disponibilidad esté topada a la calificación de la obligación de pago del otorgante conforme al contrato del proyecto, según se determine de conformidad con la metodología de Fitch *Calificación de Obligaciones de Contraparte del Sector Público en Operaciones PPP*.

## **Fundamento Global de Calificación– Evaluación de Factores Clave de Calificación**

Las evaluaciones de los Factores Clave de Calificación en las páginas 3-4 muestran los atributos que Fitch considera consistentes con la evaluación (más fuertes, de fortaleza media, más débiles) de un típico proyecto basado en disponibilidad. La tabla proporciona una guía cualitativa para la evaluación de un proyecto y algunas no son relevantes para todos los proyectos.

Para un proyecto de disponibilidad típico, el riesgo contraparte (evaluado bajo Riesgo de Ingreso) y el Riesgo de Costo tienden a ser los atributos más significativos. Este último mide la exposición del proyecto a incrementos en costos y deducciones de ingresos y se relaciona directamente con el tamaño del margen financiero (medido como cobertura de deuda y punto de equilibrio) que se necesita para alcanzar un cierto nivel de calificación.

Si bien los proyectos con grado de inversión típicamente exhiben atributos que son al menos de Fortaleza Media, los proyectos normalmente muestran combinaciones de atributos. El análisis de Fitch considera los diversos atributos de acuerdo a su importancia, su efecto potencial en el desempeño y las características generales del proyecto. Algunos atributos más fuertes pueden compensar a un gran número de atributos de Fortaleza Media, dando como resultado una evaluación Más Fuerte. Las métricas financieras típicamente estarían dentro o en la parte alta del rango indicado en la sección Análisis Financiero – Perfil Financiero.



## Evaluación de Factores Clave de Calificación para Proyectos Basados en Disponibilidad

	Riesgo de Costo	Riesgo de Ingreso	Estructura de Deuda
Descripción	Exposición a incrementos en el largo plazo en los costos de operación, mantenimiento y reemplazo de activos, incluyendo el alcance, la predictibilidad de los costos y la volatilidad y las protecciones estructurales	Exposición a cambios en los índices de inflación, riesgo inherente en el régimen de desempeño y exposición a deducciones	Términos y condiciones para el pago de la deuda
Más Fuerte	<ul style="list-style-type: none"> <li>Evaluación mínima de Más Fuerte, Más Fuerte y Fortaleza Media para Alcance, Predictibilidad de Costos y Protecciones Estructurales, respectivamente, en la Matriz de Riesgo de Costo (Apéndice 1)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Obligación contractual del otorgante del sector público evaluada como 'A-' o mejor</li> <li>Disposiciones contractuales que claramente establecen incentivos fuertes para el cumplimiento del otorgante, incluyendo compensación total y en tiempo de la deuda y capital en cualquier escenario de terminación anticipada por elección o incumplimiento del otorgante</li> <li>Mecanismos de deducciones por desempeño no ambiguos y claramente definidos en el contrato</li> <li>Período de cura robusto ante un incumplimiento</li> <li>Deducciones trasladadas a un operador solvente</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Deuda preferente</li> <li>Deuda completamente amortizable</li> <li>Fondo de Reserva para el Servicio de Deuda de 12 meses de servicio de deuda fondeada desde el inicio</li> <li>Otras condiciones para asegurar el pago oportuno o anticipado de la deuda, para limitar el endeudamiento y proveer de liquidez significativa</li> <li>Prueba de distribución de dividendos hacia atrás y hacia adelante con cobertura de al menos 1.10x</li> <li>Tasa de interés fija</li> <li>Perfil de cobertura del servicio de deuda estable y gradualmente creciente</li> </ul>
Fortaleza Media	<ul style="list-style-type: none"> <li>Evaluación mínima de Fortaleza Media para Alcance, Predictibilidad de Costos y Protecciones Estructurales en la Matriz de Riesgo de Costo (Apéndice 1).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Obligación contractual del otorgante del sector público evaluada 'BB+' al menos</li> <li>Disposiciones contractuales adecuadas que fomentan el cumplimiento del otorgante, incluyendo términos que se espera que liquiden el total de la deuda en un escenario de terminación anticipada por elección o incumplimiento de éste</li> <li>Exposición limitada a evaluaciones cualitativas en el mecanismo de deducciones por desempeño</li> <li>Período de cura por incumplimiento adecuado pero limitado</li> <li>El emisor tiene cierta exposición a las deducciones</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Deuda con subordinación limitada</li> <li>Baja exposición al riesgo de refinanciamiento</li> <li>Fondo de Reserva para el Servicio de Deuda de 6 meses de servicio de deuda fondeada desde el inicio</li> <li>Otras condiciones para asegurar el pago oportuno de la deuda, para limitar el endeudamiento y proveer de liquidez adecuada</li> <li>Prueba de distribución de dividendos hacia atrás con cobertura de al menos 1.10x</li> <li>Cualquier deuda a tasa variable se encuentra suficientemente cubierta</li> <li>Cobertura de deuda plana y con pocas desviaciones anuales</li> </ul>
Más Débil	<ul style="list-style-type: none"> <li>Evaluación de Más Débil ya sea en Alcance, Predictibilidad de Costos o Protecciones Estructurales en la Matriz de Riesgo de Costo (Apéndice 1)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Obligación contractual del otorgante del sector público evaluada como 'BB' o inferior</li> <li>Disposiciones contractuales, como el pago por terminación en un escenario de elección o incumplimiento del otorgante, son ambiguas o incompletas y no respaldan la conclusión de que el otorgante tiene incentivos para cumplir plenamente con sus obligaciones bajo el contrato</li> <li>Los costos (incluyendo el servicio de la deuda) y el ingreso relacionado no están indexados adecuadamente, lo que deriva en un desfase significativo</li> <li>Régimen de deducciones por desempeño muy abierto</li> <li>Período de cura inadecuado</li> <li>El emisor tiene exposición material a las deducciones y/o malas relaciones entre las partes resultando en deducciones significativas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Deuda profundamente subordinada</li> <li>Riesgo sustancial de refinanciamiento o de cola de contrato</li> <li>Fondo de Reserva para el Servicio de Deuda de menos de 6 meses de servicio de deuda, o no fondeada desde el inicio</li> <li>Condiciones pobres respecto al endeudamiento y los activos</li> <li>Prueba de distribución de dividendos con cobertura inferior a 1.10x</li> <li>Tasa de interés variable que no se encuentra suficientemente cubierta</li> <li>Perfil decreciente o volátil de coberturas de deuda</li> </ul>

## Evaluación de Factores Clave de Calificación para Proyectos Basados en Disponibilidad

	Riesgo de Costo	Riesgo de Ingreso	Estructura de Deuda	Registro del Mercado de Valores y Mercancías
Indicadores relevantes	<ul style="list-style-type: none"> <li>Experiencia del operador</li> <li>Alcance y complejidad del contrato de operación</li> <li>Facilidad para reemplazar operadores</li> <li>Nivel del análisis de costos</li> <li>Tamaño del Costo Máximo Realista (costos de operación, de mantenimiento, de reemplazo de activos, del emisor y de seguros)</li> <li>Conexión del perfil de costos con el índice de ingresos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Calificación crediticia del otorgante</li> <li>Ingresos basados en disponibilidad como una parte del total de los ingresos del proyecto</li> <li>Tamaño del tope de las deducciones</li> <li>Calidad de la relación entre las partes del proyecto durante la fase operativa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fondos de reserva</li> <li>Amortización</li> <li>Provisión de reservas</li> <li>Condiciones</li> <li>Proporción de deuda a tasas de interés fija a variable, proporción de indexación de la inflación en los ingresos en comparación con los costos</li> <li>Perfil de coberturas de deuda y puntos de equilibrio</li> </ul>	

**Riesgo de construcción:** Cuando está presente, este factor principal de riesgo se evalúa usando el marco analítico descrito en este reporte y a mayor abundamiento en la Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos. El marco se utiliza para obtener la máxima calificación posible durante la fase de construcción, con base en la Complejidad y Escala, Constructor y Plan de Implementación, Capacidad para Reemplazar al Constructor y Términos Contractuales Principales, así como en la liquidez disponible para respaldar a un proyecto en el caso de incumplimiento del constructor. El riesgo de construcción será evaluado como Más Fuerte si el tope de calificación resultante es de 'A-' o más alto, como Fortaleza Media si es de 'BB+' a 'BBB+' y como Más Débil si es 'BB' o inferior.

**Perfil financiero:** Este Factor Clave de la Calificación considera las métricas de liquidez, cobertura del servicio de deuda y apalancamiento en el contexto del perfil de riesgo general determinado por la revisión de los demás Factores Clave de la Calificación. A un proyecto basado en disponibilidad completamente contratado con características predominantemente Más Fuertes, se le podría asignar una calificación en la categoría 'BBB' con índices de cobertura del servicio de deuda de entre 1.10x-1.25x; mientras que a un proyecto con características de Fortaleza Media se le podría asignar una calificación en la categoría 'BBB' con índices de cobertura del servicio de deuda de entre 1.15x-1.30x en el caso de calificación. La calificación de un proyecto puede estar limitada por una evaluación Más Débil en un Factor Clave de la Calificación, independientemente de los índices financieros. Lo anterior se discute completamente en la sección 'Análisis Financiero: Servicio de deuda'.

Fuente: Fitch

## Análisis del Proyecto– Estructura e Información

### Uso de Reportes de Expertos

Al analizar proyectos basados en disponibilidad, Fitch examinará las opiniones del asesor técnico (AT, contratado para beneficio de los acreedores), quien aborda los riesgos de construcción y de mantenimiento y reemplazo de activos (RA). Normalmente, el mercado hace referencia a este papel como "asesor técnico de los acreedores". En la opinión de Fitch, los AT constituyen un vínculo vital entre el enfoque general que tienen los patrocinadores respecto al proyecto y cómo los riesgos del proyecto son distribuidos entre las diversas contrapartes. Los detalles específicos de cómo Fitch evalúa los Reportes de Expertos, se encuentran en la metodología global maestra Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyecto.

Para el riesgo de construcción, Fitch revisará la evaluación que haga el AT respecto a la capacidad del constructor para construir las obras propuestas en la fecha programada de conclusión y al costo especificado en el contrato. El papel del AT va más allá del análisis del riesgo de construcción de un proyecto APP. Incluye un análisis del plan del patrocinador para operar y mantener el activo durante un periodo de tiempo más largo (normalmente 20-30 años) después de que la construcción haya sido terminada.

Específicamente, se recurre al AT para que proporcione una opinión independiente respecto a la estimación que hace el patrocinador con relación a las proyecciones de costos OM y RA durante la vigencia de la concesión. Dado el impacto que tiene en el proyecto el enfoque general del patrocinador sobre los costos esperados de OM y RA, Fitch esperaría que el AT brinde comentarios y opiniones al respecto.

Como parte de su análisis, Fitch busca la opinión del AT específicamente en relación a:

- cómo se compara el alcance y el perfil de riesgo del proyecto con sus pares;
- costos de construcción y plazos de ejecución, cuando aplique;
- provisiones y calendarización de los costos de OM, incluyendo mantenimiento mayor;
- la capacidad de los subcontratistas clave y los términos de los contratos clave;
- análisis que evalúe la fortaleza con que cuenta el paquete de garantías de construcción para soportar el impacto financiero y el retraso que se derivaría de reemplazar al constructor en las diferentes etapas de la construcción;
- la razonabilidad de las pruebas de desempeño y los mecanismos de penalización en el contrato de concesión;
- la probabilidad de deducciones en los pagos por disponibilidad y;
- sensibilidades apropiadas del modelo financiero para respaldar la estimación del Costo Realista Improbable (CRI).

El análisis de Fitch espera que el AT provea una estimación del CRI, el cual identifica la magnitud por la cual todos los costos (de OM, de RA, del emisor y de seguros) podrían razonablemente exceder las proyecciones iniciales. El CRI es un escenario de sobrecostos realista pero improbable, basado en la experiencia real del AT con proyectos que usan enfoques y tecnologías similares. Fitch buscará estimaciones independientes del CRI respecto de los costos de OM, de RA y del emisor por parte del AT. Fitch recurrirá al consultor de seguros para obtener información sobre las estimaciones del CRI y los costos relacionados con seguros. Fitch utilizará el CRI para medir el margen financiero de un proyecto para absorber incrementos imprevistos en los costos.

La estimación del CRI de Fitch no es un escenario drástico. Tampoco es resultado de eventos fortuitos o de fuerza mayor. En cambio, es un escenario basado en la experiencia de proyectos que operan normalmente en una industria o jurisdicción similar, o incluso en la misma.

Las características únicas de cada proyecto en cuanto a geografía, diseño, mezcla de responsabilidades y usos del mismo, hacen que el análisis de datos estadísticamente significativo respecto a la variabilidad de los costos sea difícil, e impiden el establecimiento de un estándar analítico preciso y probabilístico. No obstante, uno puede conceptualizar el CRI de Fitch como el equivalente a un caso P-90 en proyectos de energía renovable, pero no como un P-99.

Fitch también recurre al informe del consultor de seguros para establecer los límites de cobertura y rangos de deducibles para el proyecto.

## **Análisis del Proyecto — Riesgo de Construcción**

El riesgo de construcción es un factor de riesgo importante para la deuda que será calificada durante la fase de construcción. Para las transacciones relacionadas a proyectos basados en disponibilidad durante la fase de construcción, Fitch considera que un contrato de construcción integral mitiga razonablemente el riesgo de retraso, incumplimiento y sobrecosto. Una garantía incondicional por parte de un patrocinador solvente es considerada como un mitigante significativo de riesgo.

El enfoque de Fitch respecto al riesgo de construcción se explica en la *Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos*, y los aspectos específicos para proyectos basados en disponibilidad son una evaluación de los siguientes Factores Clave de Riesgo de Construcción:

- Complejidad y Escala del Proyecto
- Experiencia del Constructor y Plan de Implementación

- Disponibilidad de Constructores de Reemplazo
- Términos Contractuales
- Calificación del Constructor y Mejora Crediticia

La tabla abajo indica las Evaluaciones Indicativas de Fortaleza Media para los Factores Clave de Riesgo de Construcción, y resume los términos contractuales típicos para una evaluación de Fortaleza Media para un proyecto de autopista.

## Evaluaciones Indicativas de Fortaleza Media para los Factores Clave de Riesgo de Construcción

Complejidad y Escala del Proyecto	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Algo de complejidad en ciertos aspectos de los trabajos</li> <li>• Escala mediana (USD250m – USD750m)</li> <li>• Duración de 2 a 4 años</li> <li>• Tecnología establecida con riesgo de escala o componentes menores no probados</li> <li>• Condiciones ambientales/geotécnicas predecibles con base en pruebas de muestreo</li> <li>• Número limitado de proyectos comparables para predictibilidad de costos</li> </ul>
Experiencia del Constructor y Plan de Implementación	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Constructoras y proveedores con historial en un determinado tipo de proyecto</li> <li>• Presupuesto de costos y calendario de ejecución con contingencia estándar y capacidad para tolerar escenarios negativos</li> <li>• Pueden existir algunas condiciones menores para permisos, pero su impacto en el programa, retrasos y costos ha sido debidamente considerado</li> <li>• Existen riesgos de interfaz externa, conexión o proveeduría, pero han sido adecuadamente mitigados</li> </ul>
Disponibilidad de Constructores de Reemplazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La fecha última permitida en la concesión o contrato es adecuada para alcanzar a reemplazar al constructor</li> <li>• Algunos constructores de reemplazo disponibles</li> <li>• Cierta volatilidad en la disponibilidad de recursos en el mercado laboral local</li> </ul>
Términos del Contrato	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Múltiples constructores primarios en un "joint venture"; obligaciones solidarias</li> <li>• Contrato de precio fijo y fecha determinada; es probable que el tamaño del límite de responsabilidad sea suficiente para cubrir los escenarios de reemplazo probables</li> <li>• Las penalidades son suficientes para mantener al proyecto entero en la mayoría de los escenarios negativos</li> </ul>
Calificación del Constructor y Mejora Crediticia	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Constructor con calidad crediticia adecuada o fondos de contingencia suficientes, retención de pago y cartas de crédito y fianzas de cumplimiento para cubrir el costo de reemplazo en caso de incumplimiento del constructor.</li> </ul>

Fuente: Fitch.

## Análisis del Proyecto — Riesgo de Costo

El enfoque y complejidad de las responsabilidades operativas del emisor en proyectos de infraestructura basados en disponibilidad, variará de acuerdo al sector específico en que se ubique, pero pudiera incluir una combinación de las siguientes características:

- La prestación de los servicios diarios a los usuarios del proyecto, como alimentación, limpieza y seguridad, es generalmente conocida como administración suave.
- El mantenimiento regular de la infraestructura, aplicable generalmente en proyectos de alojamiento, es conocido como administración dura.
- Las reparaciones mayores y la restauración de instalaciones o sistemas críticos del proyecto para prolongar su vida útil, se conoce como administración del reemplazo de activos.

Durante la operación, la determinación exacta de las partidas que constituyen mantenimiento regular o mayor, y por consiguiente, de quién asume el riesgo relacionado con las mismas, puede estar abierta a interpretación, aunque dicha ambigüedad tiende a estar relacionada con actividades relativamente menores. Un mitigante sólido para los riesgos de interfaz es la asignación, a una misma parte, de todas las responsabilidades relacionadas.

Los servicios de administración suave son más relevantes en proyectos de infraestructura social y más limitados en proyectos de transporte. Un alcance más amplio de los servicios de administración suave, particularmente aquellos con mayor riesgo de desempeño, aumenta el potencial de que se generen deducciones a los ingresos, lo cual se aborda analíticamente mediante pruebas de estrés.

## Riesgo Técnico

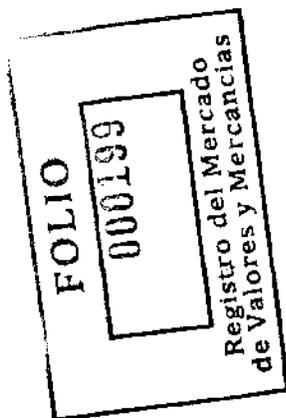
Los proyectos basados en disponibilidad normalmente no involucran maquinaria operando en entornos extremos que requieran monitoreo constante, mantenimiento e inspección periódica, como sería el caso de una planta de energía. Los proyectos de alojamiento presentan retos logísticos y de mantenimiento que son muy predecibles y modestos. Sin embargo, la operación de los proyectos basados en disponibilidad abarca una gama amplia de complejidad técnica. Típicamente, la provisión de equipo especializado no está incluida en la concesión, pero en los casos en donde se incluyen equipos tales como escáneres de resonancia magnética, computadoras personalizadas, tecnología para la cobranza de cuotas de peaje o comunicaciones de tren ligero y sistemas de señalamiento, las normas claras para el reemplazo o calendarios de reemplazo específico son vistos positivamente.

El riesgo técnico se puede ver como una función de complejidad y escala operativa, donde:

- **Complejidad Operativa:**
  - El alcance de los servicios prestados por un emisor a una biblioteca o a un juzgado, que puede abarcar seguridad, recepción y limpieza, probablemente sea más limitado que para un hospital. Este último pudiera incluir alimentación, conmutador, transporte y limpieza rigurosa, y considera protocolos estrictos de limpieza y seguridad.
  - Los proyectos de transporte pueden involucrar el mantenimiento a la infraestructura en un área grande, incluyendo carreteras, puentes, túneles, proyectos de señalización o ferroviarios, y usualmente son operativamente más complejos que los proyectos de alojamiento. Esto es especialmente cierto para proyectos de trenes de alta velocidad.
  - Los proyectos que involucran servicios altamente críticos, como hospitales requiriendo limpieza intensiva o prisiones que ostentan requerimientos elevados de seguridad, tienden a tener metas de desempeño y deducciones más estrictas que aquellos proyectos que ofrecen servicios menos críticos.
- **Escala:**
  - Fitch considera que es probable que los proyectos más grandes y en múltiples sitios presenten mayor riesgo técnico que proyectos más pequeños o de un solo sitio. Esto debe a los mayores retos logísticos presentes en los proyectos más grandes, como la coordinación de los servicios de mantenimiento. Los proyectos a gran escala pueden tener un alcance más amplio – por ejemplo, un hospital grande puede contar con su propia planta generadora de electricidad e instalaciones de incineración. Por otra parte, los proyectos más grandes a menudo ofrecen mayor flexibilidad para ajustar o segmentar costos.

A menudo los AT observan que las estimaciones de costos son más precisas cuando se hacen al momento de la construcción que cuando algunos o todos los activos del proyecto son heredados y ya están en operación. Esto es porque puede ser difícil evaluar la condición exacta en que se encuentran las instalaciones construidas previamente, en comparación con instalaciones nuevas para las cuales los parámetros de construcción y material están bien identificados y el proyecto ha sido designado para un uso específico a través del tiempo.

Fitch revisará las opiniones del AT respecto a cualquier aspecto del diseño, los materiales o el plan de mantenimiento para las instalaciones del proyecto que no se aplican normalmente en proyectos comparables; Fitch decidirá esto caso por caso y lo reflejará en el análisis de estrés.



## Operador

Los proyectos frecuentemente prevén que las responsabilidades operativas del emisor sean trasladadas por completo a un operador que tenga una trayectoria exitosa en el suministro de servicios similares en proyectos comparables. Esto proporciona un incentivo para el desempeño de los operadores.

Cuando existe un traslado total al operador, se considera un atributo más fuerte si el operador tiene una calificación igual o mejor que la calificación del proyecto. En tal caso, en el análisis financiero se daría crédito a la capacidad del operador (por la duración del contrato de operación) para absorber incrementos en los costos y deducciones sin impactar al emisor (y, como resultado, la calificación del proyecto puede estar ligada a la calificación del operador). La calidad crediticia de un operador no necesariamente limita la calificación de la deuda del emisor si el análisis financiero, incorporando los estreses apropiados, respalda una calificación superior a la del operador.

Fitch considera hasta qué punto el servicio de operación puede ser prestado por una variedad de operadores sustitutos y cuáles serían las implicaciones de tal sustitución, en cuanto a costos. Una consideración importante será el comentario del AT respecto a la disponibilidad de operadores sustitutos que estén calificados adecuadamente y la capacidad para absorber potenciales aumentos de costos y retrasos en caso de que el operador fuera sustituido. Si Fitch considera que la disponibilidad de operadores sustitutos es improbable dada la naturaleza especializada del proyecto, o bien, su tamaño o ubicación, la calificación puede estar limitada a la del operador.

En el caso de proyectos complejos o de gran escala, como son los proyectos ferroviarios, los costos asociados con el remplazo de un operador pudieran ser más altos, por lo que se requeriría de contingencias mayores (como cartas de crédito o fianzas) que cubran el costo de un posible remplazo, o márgenes financieros más amplios. Se espera que, para obtener la misma calificación, los proyectos complejos de gran escala tengan índices de apalancamiento menores y razones de cobertura de servicio de deuda (RCSD) más altas que proyectos de infraestructura social más simples.

Fitch reconoce que hay situaciones en las que el contrato de operación no se extiende durante la vida total de la concesión. Esta situación es menos ventajosa para el proyecto que un contrato de plazo completo con una contraparte de grado de inversión y es más probable que sea una consideración material para la calificación, ya que expone al proyecto al riesgo de negociación/reemplazo del contrato.

Al evaluar los proyectos en los que el emisor ha elegido ejecutar las operaciones por sí mismo o en las que el contrato con un constructor solvente no se extiende a través de la vida de la concesión o la fortaleza crediticia del operador está calificada por debajo de la calificación del proyecto (sin ningún beneficio directo financiero asumido por el traslado de costos), Fitch toma en cuenta lo siguiente:

- Nivel de experiencia de los patrocinadores del proyecto con proyectos similares;
- Habilidad de subcontratar todas o algunas de las operaciones;
- Si la robustez de los flujos de efectivo del emisor es suficientemente significativa para resistir los costos de remplazo, así como los estreses razonables a los costos y deducciones a los ingresos;

- La adecuación de las protecciones contractuales o estructurales, así la liquidez contribuida por los patrocinadores o el operador existente;
- La disponibilidad de puntos de comparación de costos operativos de largo plazo que sean confiables para el sector relevante;
- La inclusión de pruebas de mercado o evaluación de puntos de comparación para costos operativos en la concesión.

A menos que sea respaldado por una carta de crédito o una fianza, Fitch generalmente no atribuirá valor a ninguna obligación contractual del operador frente al emisor que pudiera estar teóricamente disponible en caso de incumplimiento del operador (en el caso en donde el operador tenga una calificación menor que la deuda del proyecto). Esto se debe a la dificultad de estimar el tiempo en que se pudieran ejecutar las recuperaciones (así como montos recuperables). Sin embargo, la inclusión de dichos pagos en el contrato de operación es importante para lograr una alineación correcta de los intereses entre las partes.

## Costos

La duración típicamente larga de los contratos de concesión en los proyectos basados en disponibilidad, combinada con altos índices de apalancamiento y coberturas de deuda bajas, implican que frecuentemente el mayor riesgo operativo es la precisión de las premisas de costos de OM y RA en el largo plazo. Fitch ha identificado tres componentes para evaluar la exposición general de un proyecto al Riesgo de Costo: *Riesgo de Alcance*: identifica los elementos operativos que se necesitan para cumplir con las obligaciones de OM y de RA conforme al contrato; *Predictibilidad de los Costos*: evalúa la visibilidad de los costos unitarios para los componentes del alcance del proyecto, incluyendo la profundidad del mercado y la experiencia relativa y disponibilidad de proveedores; y *Volatilidad de Costos y Protecciones Estructurales*: mide la suficiencia de las características estructurales que son inherentes dentro de la transacción para mitigar el potencial impacto de incrementos imprevistos en los costos.

Al formar una opinión sobre la exposición general del proyecto, Fitch asignará una puntuación de Más Fuerte, Fortaleza Media y Más Débil para cada uno de los elementos identificados en cuanto al Riesgo de Costo. Junto con otros factores de riesgo, la suma de las tres puntuaciones conlleva una RCSD mínima indicativa que sería necesario obtener bajo las premisas del caso de calificación, para alcanzar una calificación de grado de inversión. Las consideraciones principales que Fitch utiliza al evaluar cada riesgo incluyen las siguientes:

- Riesgo del Alcance:
  - Tamaño del alcance
  - Nivel de complejidad
  - Costos de RA proyectados en relación a los ingresos
  - Concentración esperada de los costos de RA
- Predictibilidad de los Costos:
  - Nivel de experiencia del operador
  - Historial de desempeño de la tecnología utilizada
  - Profundidad del mercado para operadores de replazo
  - Nivel de proyectos comparables disponibles
  - Visibilidad de costos unitarios
  - Proyecto con o sin historial operativo
- Volatilidad de Costos y Protecciones Estructurales:

- Correlación del perfil de costos respecto al índice de ingresos
- Capacidad para trasladar el riesgo de costo a un tercero solvente
- Contingencia suficiente en el presupuesto operacional respecto al CA
- Características de la reserva de costos de OM y RA

Se incluye una descripción de las características relacionadas con cada nivel de evaluación (Más Fuerte, Fortaleza Media y Más Débil) en la Matriz de Evaluación el Riesgo de Costo en el Apéndice 1.

Las puntuaciones de los componentes individuales se consideran en conjunto para una evaluación general de la susceptibilidad del proyecto al riesgo de costo. Esta evaluación se utiliza entonces para determinar el límite mínimo indicativo de RCSD que sería necesario para obtener una calificación de grado de inversión. El límite de RCSD da un nivel indicativo del margen que se necesita para absorber incrementos en los costos, requiriendo un mayor nivel de protección hacia aquellos proyectos que se considere que tienen un riesgo mayor, y, por el contrario, requiriendo menos protección (por ejemplo, RCSD) a los proyectos que se considera que son menos susceptibles a incrementos en el costo, para obtener una calificación de grado de inversión. La columna del Riesgo de Costo de la tabla de Evaluación de Factores Clave de Calificación para Proyectos Basados en Disponibilidad, muestra las reglas de lo que constituye un riesgo de costo Más Fuerte, de Fortaleza Media o Más Débil de un proyecto.

Fitch analiza el potencial de que surjan incrementos significativos en los gastos administrativos y de seguros del emisor. Se recurre al AT para que proporcione una evaluación sobre la congruencia de la estructura del emisor (por ejemplo, tamaño y costo) relativa a los requisitos descritos en el contrato. Históricamente, ha habido cierta discrecionalidad por parte de los patrocinadores del proyecto para controlar estos costos y Fitch tratará de identificar la flexibilidad de que disponga cada proyecto.

La evaluación de los costos de los seguros contemplará el riesgo de fijación de precios asumido por el emisor y su capacidad para recuperar costos a través de mecanismos de ajuste en los precios conforme a su contrato con el otorgante del sector público. En la medida en que el emisor asuma algo del riesgo del costo de los seguros, Fitch tomará en cuenta las opiniones del consultor de seguros como parte de su análisis sobre el impacto de la posible volatilidad en el mercado tanto para costos de primas como para deducibles. Si no hay suficientes datos de referencia disponibles, se puede requerir un margen financiero adicional y puntos de equilibrio más altos para mitigar el riesgo.

### Riesgo de Devolución de Activos

Normalmente, los proyectos basados en disponibilidad requieren que los activos sean devueltos al otorgante al final de la concesión en un estado adecuado para que la operación continúe. La deuda garantizada con dichos proyectos a menudo se calendariza para quedar amortizada completamente entre seis y dieciocho meses antes del vencimiento de la concesión, permitiendo así una cola de concesión libre de deuda para renovar los activos en caso de ser necesario. El proyecto no tiene la opción de continuar operando los activos después del vencimiento del contrato de concesión.

Fitch considerará en qué medida el presupuesto y el programa de mantenimiento son suficientes para permitir que se cumplan las condiciones de devolución y evaluará la valoración del AT. En particular, Fitch analizará el perfil del mantenimiento mayor. En el caso de proyectos en donde los mantenimientos mayores están previstos para los últimos años de la concesión y cerca al

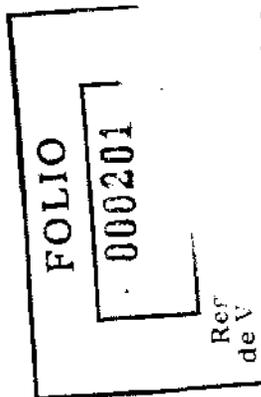
vencimiento de la deuda, Fitch colocará mayor énfasis en la solidez del Fondo de Reserva para Mantenimiento Mayor (FRMM).

Fitch considera los planes de reinversión para mantenimiento mayor y RA y el impacto que tienen en la capacidad del proyecto para satisfacer los requisitos de devolución conforme al contrato. Los proyectos que tienen planes detallados para la renovación de la infraestructura y que han previsto estos costos en la proyección financiera con el pre-fondeo requerido de una reserva para mantenimiento mayor durante cinco años y una reserva de devolución al menos cinco años antes de la terminación de la concesión, serán considerados, todo lo demás siendo constante, como con un atributo Más Fuerte.

Aquellos proyectos con una planeación menos detallada o requisitos de reserva de menor plazo incluyendo una reserva futura de tres años para los costos de RA y una reserva de devolución que inicia de tres a cinco años antes de la terminación de la concesión, serán considerados como con un atributo de fortaleza media. Aquellos proyectos que carecen de una planeación detallada o que no tienen o tienen pocos requisitos para pre-fondear las reservas de mantenimiento mayor y las reservas para devolución de activos, serían consideradas más débiles para este atributo y esto puede limitar sus calificaciones.

## Evaluación del Factor de Riesgo de Ingreso

Los proyectos basados en disponibilidad típicamente poseen atributos más fuertes en esta categoría, a menos que el proyecto experimente deducciones sustanciales al ingreso.



## Análisis de Proyecto — Riesgo de Ingreso

A diferencia de otros sectores de infraestructura, los ingresos de los proyectos basados en disponibilidad, no tienen una exposición significativa a riesgo de volumen ni de precio.

La base de ingresos brutos, generalmente sujeta a indexación durante la vida de la concesión, se fija previo al arranque del proyecto. Fitch considerará en qué medida esta indexación compensa la de los costos operativos, y si existe cualquier exposición residual a la inflación. Aunque es menos común, Fitch evalúa la exposición del proyecto a riesgos inducidos por el uso de diversos índices usados para intensificar los flujos de ingresos y costos, respectivamente (riesgo de base). Ver la sección de Estreses Adicionales.

El flujo de ingresos del proyecto puede ser afectado por disposiciones de comparaciones o pruebas de mercado establecidas en el contrato de concesión. Sin embargo, cualquier cambio sería igualado con cambios en costos operativos, y, por ello, el proyecto se mantiene neutral desde una perspectiva de flujo de ingresos (ver la sección de Costos).

La calidad de la fuente de ingreso es una consideración crediticia importante, ya que crea un techo para la calificación del proyecto. En la mayoría de los casos, el grupo de Finanzas Públicas de Fitch evalúa la calidad crediticia de la obligación de pago del sector público y otorga una calificación específica, la cual se usa como un input para la calificación del proyecto. Esta calificación de contraparte se monitorea durante la vida de la transacción. El enfoque de Fitch para analizar la fuente de ingreso de los pagos se describe en *Calificaciones de Obligaciones de Contraparte del Sector Público en Operaciones PPP*.

## Riesgo de Desempeño

El riesgo de ingreso de un proyecto basado en disponibilidad está ligado al riesgo operativo, ya que los contratos especifican, generalmente de forma detallada, los estándares sobre los cuales estas responsabilidades deben ser ejecutadas durante la concesión, y las penalidades (o deducciones) en que el emisor pudiera incurrir si no los cumple.

Las deducciones generalmente se dividen entre aquellas incurridas por incumplimientos específicos de desempeño que no afectan la operación general del proyecto, y aquellas incurridas cuando una parte o el total de las instalaciones del proyecto no se encuentra disponible para su uso en los tiempos y estándares requeridos. Generalmente, los proyectos de transporte sólo tienden a incluir deducciones resultantes de la falta de disponibilidad; y como tal, la disponibilidad de vías férreas o de autopistas, es el vector clave de los ingresos. Ambos tipos de deducciones reducen los ingresos del emisor, siendo las deducciones por falta de disponibilidad, usualmente las más graves.

En la mayoría de los casos el emisor debe ser capaz de trasladar las deducciones al operador externo (en la medida en que exista uno), ya que el contrato de operación normalmente incluirá mecanismos de deducción casi idénticos, aunque con frecuencia sujetos a un límite anual. Esto reflejaría una evaluación de atributo más fuerte con base en una sólida alineación de intereses entre el emisor y el operador. Sin embargo, si el emisor no satisface los estándares de desempeño, el otorgante puede tener derecho a dar por terminada la concesión.

Fitch evaluará los estándares de desempeño, así como la manera en que las deducciones incurridas por incumplimientos reiterados aumentan en magnitud a través tiempo, según se establezca en la concesión. Tomará en cuenta la opinión del AT acerca de si dichos mecanismos son razonables, alcanzables y consistentes con proyectos similares. Fitch también recurrirá al AT para que le proporcione una evaluación respecto al nivel razonable de deducciones que es probable que el proyecto experimente dado el enfoque del emisor y el régimen de cumplimiento

aprobado por el otorgante. El tamaño de las deducciones potenciales con relación al de cualquier protección estructural (por ejemplo, contingencia de deducciones) incorporada a la transacción, es parte del análisis financiero de Fitch.

Tomando en consideración el análisis del AT respecto al esquema de deducciones, las deducciones asociadas al bajo desempeño, así como el costo de cumplimiento, Fitch formará una opinión base sobre el nivel esperado de deducciones y el impacto financiero. En un proyecto en operación, Fitch consideraría el desempeño real para su evaluación del riesgo de deducciones al ingreso.

Fitch ha visto pocos casos de proyectos que incurren en deducciones significativas. Típicamente, estos han estado ligados a un deterioro de la relación de trabajo entre el concesionario y el otorgante por varias razones, lo cual ha llevado a los otorgantes a implementar los términos de los regímenes de desempeño de una manera más estricta. Estos casos subrayan el reconocimiento que hace Fitch respecto a que siempre existe el riesgo de que el sector público opte por implementar más rigurosamente los estándares de desempeño. Esto puede estar motivado por fallas de desempeño reales o percibidas, la oposición pública al contrato de APP o restricciones en el presupuesto del gobierno. Estándares de desempeño detallados y objetivos en los contratos, así como la capacidad de remitir las controversias a un arbitraje independiente, pueden mitigar cualquier efecto adverso.

En los proyectos de transporte basados en disponibilidad, la autoridad pública retiene todo el control sobre la asignación de la capacidad. Aunque estas operaciones parecen menos riesgosas que las que implican riesgo de tráfico, los proyectos basados en disponibilidad están expuestos a eventos tales como huelgas, inundación, contaminación, interrupción de energía eléctrica, asentamientos o movimientos del suelo más allá de las tolerancias especificadas, lo cual puede detonar un bajo desempeño y, a su vez, la aplicación de deducciones.

Las definiciones de desempeño en cuanto a velocidad, seguridad, comodidad, tiempo de respuesta en caso de falla y eventos que no son responsabilidad del proyecto y por lo tanto no son penalizados – como condiciones climáticas extraordinarias – son cruciales y generalmente más difíciles de determinar que en un proyecto de infraestructura social. Por lo tanto, Fitch necesita comprender los factores que mitigan estos tipos de riesgos, tales como el nivel de protección de los seguros, si existe seguro de interrupción de negocios, y desarrollar escenarios de estrés adecuados. Por ejemplo, si el emisor tiene la obligación de retirar la nieve, Fitch puede evaluar escenarios que incluyan condiciones climáticas de invierno más severas que el promedio de nevada, para así evaluar la capacidad del emisor para resistir el estrés.

En tales proyectos, a diferencia de proyectos basados en demanda, un tráfico mayor a lo esperado (especialmente vehículos pesados) que diera lugar a costos de mantenimiento más altos, puede ser un factor negativo. Fitch espera que el AT indique la sensibilidad al tráfico en sus proyecciones de costos.

Fitch considera la inclusión de un conjunto detallado y objetivo de pruebas de aceptación dentro del contrato de concesión como un factor crediticio positivo.

Fitch evalúa la adecuación de los periodos de cura para deficiencias respecto al desempeño operativo en el contexto de las opiniones del AT sobre lo que es un periodo de tiempo suficiente para remediar los incumplimientos, dados un operador y un plan operativo razonables. Las situaciones en las que el AT considere el periodo de cura generoso y que sea improbable que conduzca a deducciones en el ingreso, serán vistas como más fuertes, mientras que aquellas en las que el AT considere el periodo de tiempo razonable pero con deducciones potenciales, se considerarían de fortaleza media. Adicionalmente, los casos donde el AT considere que el tiempo

necesario para remediar está ajustado, conduciendo a una mayor probabilidad de deducciones en el ingreso, se consideran Más Débiles.

### Riesgo de Ingreso — Transacciones Híbridas

Los ingresos de algunos proyectos provienen en parte de fuentes diferentes al contrato de concesión principal. Estos ingresos fuera del contrato tienden a ser más significativos en proyectos ferroviarios, en donde pueden provenir de la venta de la capacidad no contratada de la red a terceros operadores de trenes cuyos pagos no están garantizados por el otorgante, o por ventas de boletos a pasajeros. En la medida en que se anticipe que un proyecto obtenga una porción material de su ingreso de fuentes no contractuales, Fitch analizará el riesgo de volumen y de precio de estas fuentes de ingreso alternas al aplicar las metodologías de sector específico que sean relevantes o la metodología maestra. Fitch usará un enfoque mixto entre los dos criterios relevantes para calificar el riesgo de ingreso inherente a transacciones híbridas.

### Riesgo de Terminación Anticipada (Previa al Vencimiento)

La terminación anticipada, por razones distintas al incumplimiento del emisor, ya sea debido al incumplimiento del otorgante, causas de fuerza mayor o que el otorgante ejerza la opción de terminar por su propia conveniencia, generalmente da lugar a compensación por parte del otorgante, por al menos la cantidad de la deuda emitida. El calendario y los mecanismos para recibir del emisor dichos pagos son revisados por Fitch, y deben permitir el repago oportuno de la deuda, consistente con su calificación.

Fitch se enfoca en el riesgo de terminación anticipada de la concesión debido a incumplimientos del emisor; esto es particularmente importante para proyectos basados en disponibilidad, ya que el contrato de concesión es la única fuente de ingresos del proyecto y, posterior a la terminación, los activos generalmente se devuelven al otorgante.

Un atributo típico de Fortaleza Media para proyectos basados en disponibilidad contaría con estándares de desempeño para deducciones y terminación más estrictos en el contrato de operación que en la concesión, permitiendo así al proyecto reemplazar al operador antes de que la terminación de la concesión sea una opción para el otorgante. Fitch esperaría concluir que la probabilidad de terminación debido a incumplimientos en el desempeño del emisor es remota (salvo por el incumplimiento del emisor en los pagos de su deuda).

Un atributo Más Fuerte para los proyectos basados en disponibilidad reflejaría un contrato de concesión que contiene cláusulas de terminación que sean claras, objetivas y basadas en el desempeño con períodos de cura razonables, asegurando que el proyecto esté notablemente menos expuesto al riesgo de terminación del contrato que otros.

Un atributo Más Fuerte pudiera ser adecuado para algunas de las primeras transacciones de IFP en el Reino Unido, que incluían cláusulas de terminación que requerían el pago completo de la deuda preferente y costos de rompimiento por parte del otorgante en caso de un incumplimiento del emisor. Las transacciones más recientes contemplan un pago por terminación por el incumplimiento del emisor, usualmente determinada mediante una prueba de mercado para conocer el valor del proyecto; al menos, en teoría, esto produciría una compensación que debería ser menor a la deuda pendiente de pago calificada.

Las calificaciones de infraestructura de Fitch reflejan su opinión respecto a la probabilidad de incumplimiento del instrumento de deuda calificado, y abordan el pago oportuno de intereses y capital de acuerdo con los documentos del crédito o del bono. Por esta razón, se le atribuye más importancia a las condiciones que llevan a la terminación por el incumplimiento de la empresa del

proyecto (más allá del incumplimiento en los pagos de la deuda) que a la determinación real del pago por terminación en dichos casos.

Los mecanismos de compensación sólo influyen la calificación en la medida en que el proyecto esté soportado por suficientes fuentes de liquidez (efectivo, cuentas de reserva, líneas de liquidez o la capacidad estructural de diferir interés y capital) para permitirle evitar un incumplimiento de pago previo al pago programado por terminación. El pago por terminación debería ser suficiente para permitir el repago del 100% del capital, intereses devengados y costos. La claridad respecto a la puntualidad de los pagos por terminación en el contrato, o bien, la existencia de precedentes, son importantes.

## **Análisis Financiero — Estructura de Deuda**

Las características típicas de la mayoría de los proyectos basados en disponibilidad, incluyen: apalancamiento alto, con un 80%-90% de los costos del proyecto usualmente financiados con deuda preferente; bajas coberturas de deuda, en el rango de 1.15x-1.30x en la mayoría de los proyectos; y plazos de 20-30 años, con colas de concesión a menudo tan cortas como 6-18 meses entre el vencimiento de la deuda y el final de la concesión. Mientras que los riesgos de proyecto de estos créditos se caracterizan por situarse en el extremo inferior del espectro del sector infraestructura, y a pesar de que las características estructurales sean las típicas del financiamiento de proyectos, generalmente muestran métricas financieras agresivas, que Fitch considera que contrarrestan muchas de estas fortalezas. Esta es una de las razones por las que dichos proyectos históricamente han sido calificados en las categorías 'BB' o 'BBB', a pesar de su bajo riesgo de ingreso.

## **Características y Términos de la Deuda**

El perfil de amortización de la deuda en estos proyectos tiende a ser altamente esculpido. A menudo fluctúa para acomodar las variaciones del presupuesto de mantenimiento mayor y el perfil de pagos de impuestos, y así alcanzar una cobertura de deuda estable en el escenario base del patrocinador. Para Fitch, sin embargo, esto genera alta sensibilidad en los flujos de efectivo del proyecto hacia pequeños movimientos en los niveles de costo o su calendarización. Esto se analiza a profundidad en la sección de Análisis Financiero – Perfil Financiero y Riesgo Contraparte.

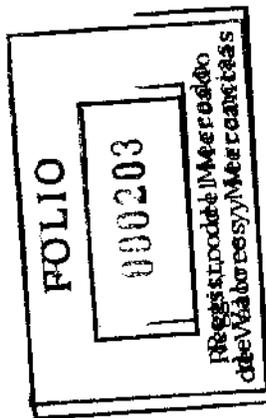
## **Características Estructurales**

Una reserva para costos de mantenimiento suaviza los flujos de efectivo provenientes de cambios en el calendario de mantenimiento mayor al limitar las distribuciones hacia los patrocinadores. Sin embargo, dichas características no protegen, por sí mismas, del riesgo de que los supuestos originales de costos de mantenimiento mayor hechos al cierre financiero, hayan sido bajos. En esta situación, e independientemente de la estructura de reservas, existiría un deterioro en los flujos de efectivo del proyecto a largo plazo.

Para ser efectivos, dichos mecanismos necesitan estar soportados por un proceso regular y transparente de revisión de las proyecciones de costos de mantenimiento mayor, e incorporar las revisiones correspondientes en el saldo requerido en la reserva.

Típicamente, el saldo objetivo de dichas reservas es calculado con regularidad, usando el perfil futuro de los costos de mantenimiento, con porcentajes decrecientes (por ejemplo: 100% del costo proyectado para el primer año; 50% para el segundo año; 25% para el tercer año), aunque Fitch también ha visto estructuras con saldo objetivo fijo. Una reserva con saldo objetivo fijo sería significativamente más débil que una dinámica, a menos que sea revisada y actualizada cada año.

En proyectos donde el riesgo de mantenimiento mayor es asumido por el operador, la reserva de mantenimiento al nivel del emisor tiende a ser más débil que si el emisor asumiera el riesgo de



costo de mantenimiento mayor (usualmente mecanismos de 1 año contra mecanismos de 2 a 3 años, respectivamente). En este caso, para justificar un atributo más fuerte, la transacción requeriría contar con provisiones para que la reserva de mantenimiento pueda incrementarse a 2 o 3 años si el perfil financiero del operador se debilitara, o si los costos de mantenimiento mayor se incrementaran sustancialmente.

Cuando el pago por disponibilidad específicamente incluye un monto definido para mantenimiento mayor, típicamente el proyecto requiere retener contribuciones de capital en el FRMM si hay algún desajuste entre la recepción de los pagos del otorgante y la sincronización de inversiones de capital (por ejemplo, un retraso en la necesidad de financiamiento). Las estructuras que permiten al proyecto distribuir las contribuciones de capital fuera del proyecto antes de cubrir la necesidad de capital, se considerarán más débiles.

Dados los ajustados niveles de RCSD en los proyectos basados en disponibilidad, y el potencial para que haya choques en el calendario de costos de mantenimiento, Fitch considera que un Fondo de Reserva para el Servicio de Deuda (FRSD) que cubra los próximos 6 meses de interés y capital en una base continua, es una característica estructural importante.

## Análisis Financiero — Perfil Financiero

La mayoría de los proyectos basados en disponibilidad en el portafolio de Fitch, exhiben coberturas de servicio de deuda pequeñas en el caso base. Esto, combinado con la práctica común de los acreditados de esculpir las amortizaciones del capital para alcanzar un perfil plano de coberturas, centra la atención en la exactitud de los supuestos del modelo del acreditado.

Considerando los errores inherentes en las proyecciones de estos supuestos, Fitch incluye los siguientes principios en su análisis:

- Las métricas financieras son sólo una parte del análisis de Fitch.
- Además de la RCSD, Fitch considera a los puntos de equilibrio como una manera de medir qué tanto espacio financiero tiene un proyecto para lidiar con lo inesperado. Específicamente, Fitch se enfoca en el incremento porcentual de los siguientes cálculos para obtener un RCSD de 1.0x: costos de OM; costos de RA; todos los costos (de OM, de RA y del emisor), así como el punto de equilibrio de la inflación (suponiendo que los ingresos se mantienen constantes).
- Dado el riesgo de proyección y la probabilidad de que el presupuesto de costos de un proyecto cambie regularmente con el tiempo, tanto en términos de montos como de perfil, por lo general Fitch considera métricas financieras promedio, en vez de mínimas. Las mínimas también se ponen a prueba, pero es menos probable que éstas sean determinantes para el análisis, a menos que existan periodos largos con coberturas bajas. Para lidiar con momentos estresantes en los que el flujo de efectivo pudiera verse reducido, suponemos que el emisor tendrá cierta flexibilidad para ajustar los costos de mantenimiento en el corto plazo, y también que contará con reservas de liquidez (por ejemplo, FRSD). En los casos en donde hay periodos prolongados de coberturas bajas, Fitch puede considerar el promedio durante estos periodos. Esto es particularmente cierto cuando las coberturas de deuda crecen rápidamente hacia el final del plazo y mejoran las métricas promedio, mientras que la transacción está expuesta durante la mayor parte de su vida a una menor flexibilidad financiera.

## Caso Base de Fitch

Si Fitch considera que el caso del patrocinador es congruente con su propia opinión sobre el probable desempeño a futuro, por lo general Fitch lo usará como su caso base. Sin embargo, si considera que el caso del patrocinador es demasiado optimista respecto al probable desempeño a futuro, Fitch desarrollará un caso base más razonable, con información del AT, de ser aplicable.

## Caso de Calificación de Fitch

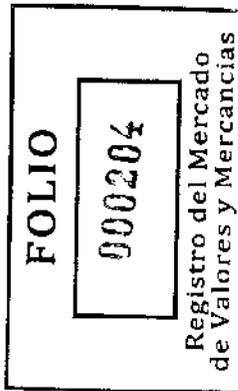
Dada la inherente estabilidad del ingreso, así como el número limitado de variables existentes en las transacciones basadas en disponibilidad, es probable que el caso de calificación de Fitch esté mucho más cercano a los supuestos del caso base del patrocinador de lo que normalmente se observa en otros sectores de infraestructura. Al desarrollar su caso de calificación, Fitch aplicará su evaluación del CRI (costos de OM, de RA, del emisor y seguros). Los costos de OM y de RA, estarán basados en gran medida en la opinión del AT; no obstante, Fitch consultará cualquier otra información disponible. En ausencia de un análisis sólido del AT, Fitch puede tomar una opinión más conservadora o no estar en posición de asignar una calificación.

Los componentes de costos del emisor y costos de seguros en el cálculo del CRI, incluirán sensibilidades razonables. El CRI será aplicado al costo proyectado en el caso base del patrocinador para determinar la cobertura del proyecto bajo el caso de calificación. El caso de calificación incluirá estimaciones razonables respecto a deducciones potenciales con base en las circunstancias específicas de la transacción. Estas sensibilidades serán diseñadas de acuerdo a las particularidades de la transacción, tales como pueden ser la mecánica para comparar los costos de los seguros y el esquema específico de las deducciones. Se evaluará la contingencia disponible dentro de los contratos y presupuestos, y se le dará el crédito requerido para evitar hacer un cálculo doble.

Es necesario que los índices de cobertura cuenten con un piso que proporcione un margen que mitigue el riesgo de que los costos y las deducciones rebasen lo presupuestado. Las relativas diferencias en los requisitos de cobertura mínima entre proyectos evaluados como Más Fuerte, de Fortaleza Media y Más Débil, es una función de las diferencias en cuanto al potencial de que sus costos puedan incrementarse y que, por lo tanto, requieran de un mayor margen financiero para protección.

Por ejemplo, es probable que un proyecto sencillo de infraestructura social o una autopista sencilla, ambos usando tecnología probada, obtengan una puntuación de Más Fuerte y, por consiguiente, requieran una cobertura de 1.10x en el caso de calificación para obtener una calificación de grado de inversión, dada la magnitud limitada de diferenciación de costos. Un puente elevado o un sistema de túneles sobre un importante cruce de agua, posiblemente obtendrían una puntuación de Fortaleza Media y necesitarían una cobertura de 1.15x en el caso de calificación para obtener una calificación de grado de inversión. Esto supone, todo lo demás constante, que el riesgo de ingreso, la estructura de la deuda y el riesgo de construcción no impiden que la transacción obtenga estos niveles de calificación. El tamaño de los puntos de equilibrio, como medida de margen financiero, también es un factor relevante al determinar el nivel final de calificación.

La siguiente tabla resume las coberturas mínimas de Fitch y distingue entre los niveles de cobertura financiera que pueden llevar a un proyecto a tener una calificación más elevada.



## Rangos Indicativos de RCSD y CRI por Perfil de Riesgo de Costo

	Caso de Calificación para Grado de Inversión	CRI Mínimo* (%)	Categoría 'BBB' en el Caso de Calificación	Categoría 'A' en el Caso de Calificación
Proyectos Más Fuertes	1.1	5	1.10-1.25	1.2 y superior
Proyectos de Fortaleza Media	1.15	7.50	1.15-1.30	1.25 y superior
Proyectos Más Débiles	1.2	10	1.2-1.4	1.35 y superior

\* En ausencia de un análisis sólido y de soporte del AT, se aplicará un CRI mínimo con base en la exposición del proyecto al Riesgo de Costo; Fitch puede optar por aplicar un porcentaje más alto en caso de que se amerite.

Fuente: Fitch

Al evaluar el desempeño financiero proyectado en el caso de calificación, Fitch considera el perfil general de la RCSD. Este perfil consiste en: el promedio de la RCSD a lo largo de la vida del proyecto; el grado en que la RCSD mínima se desvía del promedio; y la magnitud y frecuencia en que la RCSD se ubica por debajo del promedio.

En los casos en que las RCSD varíen considerablemente aunque se mantenga la flexibilidad, y cuando las RCSD promedio o mínima no reflejen por completo el perfil general de riesgo, Fitch considerará el cálculo de la Razón de Cobertura durante la Vida del Crédito (RCVC) en su evaluación. Así mismo, cuando haya una cola de flujo de efectivo, esta puede proveer de flexibilidad adicional para re-esculpir la deuda o el perfil obligatorio de inversiones de capital, y Fitch considerará el cálculo de la Razón de Cobertura durante la Vida del Proyecto (RCVP) para dar valor a la protección de largo plazo que el emisor potencial provee.

En los casos en que no hay una evaluación detallada del CRI por parte de un AT, pero en los cuales Fitch considera que la volatilidad de los costos es moderada, se pueden utilizar límites de calificación que sean 0.05x-0.10x más altos en el caso base que los indicados en la tabla.

Los rangos indicativos de RCSD, así como los rangos de punto de equilibrio para costo total que se describen en la siguiente sección, son una guía, no una prescripción para alcanzar una determinada calificación. La calificación de Fitch pretende cuantificar los principales riesgos crediticios según se reflejan en la proyección que Fitch realiza respecto a las RCSD bajo sus escenarios de estrés. Sin embargo, la calificación también está influenciada por factores cualitativos discutidos previamente, tales como riesgo de tecnología, riesgo operativo o estructura de deuda. En ocasiones, Fitch puede tolerar una RCSD y puntos de equilibrios más bajos con base en las fortalezas estructurales y cualitativas del proyecto, lo cual puede no estar reflejado completamente en el análisis financiero. Por el contrario, Fitch puede identificar la necesidad de una RCSD y puntos de equilibrio más altos que el perfil indicativo, con el objetivo de tener una mayor protección financiera para compensar debilidades estructurales y cualitativas que no estén completamente reflejadas en el análisis financiero.

Los índices de cobertura mínimos señalados en la tabla anterior, están basados en los otros factores clave de la calificación (riesgo de construcción, riesgo de ingreso y estructura de deuda) sin limitarla. En otros casos, las coberturas mínimas deberán ser más altas para obtener los niveles de calificación indicados arriba (o la calificación puede estar limitada, independientemente de las métricas financieras, como sería el caso, por ejemplo, con la calificación de la contraparte otorgante del proyecto). Por ejemplo, para obtener una misma calificación, un proyecto que ostente una deuda pactada a pago único al vencimiento (tipo *bullet*) y que obtenga una evaluación de Fortaleza Media en el atributo de Servicio de Deuda, requeriría un mayor margen financiero para mitigar el riesgo de refinanciamiento que un proyecto similar con una deuda amortizable.

## Sensibilidades y Puntos de Equilibrio

Fitch reconoce que ciertas clases de activos están expuestas a riesgos técnicos o eventos fortuitos muy específicos, los cuales pueden no ser totalmente capturados en el análisis de CRI. Puede ser especialmente desafiante estimar con precisión la probabilidad de ocurrencia de dichos riesgos o la medida en que las operaciones podrían verse afectadas. Por ejemplo, la disponibilidad de un proyecto de transmisión en alta mar puede verse perjudicada por un período indeterminado si un golpe de ancla daña el cable submarino. La materialización de un evento fortuito puede impactar el flujo de efectivo si el contrato que genera los principales ingresos explícitamente vincula los pagos con el desempeño operativo, independientemente de si los costos directos de reparación son compensados totalmente.

El análisis financiero de Fitch considerará las sensibilidades correspondientes a los riesgos específicos para cada tipo de activo que podrían perjudicar las operaciones, reducir el ingreso o resultar en costos extraordinarios. La calificación del proyecto puede verse limitada si estos riesgos no se encuentran mitigados por una póliza de seguro, liquidez complementaria u otras proyecciones estructurales y regulatorias.

Los cálculos de puntos de equilibrio son diseñados para enfocarse en un incumplimiento en el pago (no sobre los eventos que derivan en un incumplimiento contractual) y usualmente incluyen el uso de los fondos disponibles en las reservas de servicio de deuda. Los escenarios de puntos de equilibrio son calculados sobre las premisas del caso base. Reconociendo que todos los proyectos son diferentes y que, por lo tanto, el nivel de margen financiero necesario varía dependiendo del perfil de riesgo del proyecto, Fitch analiza el punto de equilibrio del costo total como un múltiplo del CRI. Las transacciones percibidas con riesgo mínimo de costo requerirán de un punto de equilibrio que tenga un múltiplo menor del CRI, en comparación con aquellos proyectos con mayor riesgo de costo. Las bandas específicas de punto de equilibrio se ilustran en la siguiente tabla.

### Índices Indicativos de Punto de Equilibrio por Perfil de Riesgo de Costo

Múltiplo de Punto de Equilibrio del CRI	Categoría 'BBB' 3x - 6x		Categoría 'A' 5x - 10x	
	Múltiplo del CRI	Punto de Equilibrio Mínimo (%)	Múltiplo del CRI	Punto de Equilibrio Mínimo (%)
Proyectos Más Fuertes	3	15	5	25
Proyectos de Fortaleza Media	4.5	30	7.5	50
Proyectos Más Débiles	6	60	10	100

<sup>a</sup> La fortaleza relativa de los puntos de equilibrio puede ser usada para el diferenciar niveles dentro de cada categoría de calificación.  
Fuente: Fitch

Por ejemplo, un proyecto relativamente simple (evaluado como Más Fuerte respecto al Riesgo de Costo) con un CRI de 5% podría lograr una calificación de grado de inversión con un punto de equilibrio sobre el costo total de al menos 15% (3 veces el CRI) mientras que el mismo proyecto podría potencialmente lograr una calificación de categoría 'A' con un punto de equilibrio de al menos 25% (5 veces el CRI). Un proyecto más complejo (con evaluación de Fortaleza Media en cuanto a Riesgo de Costo) con un CRI de 7.5%, es decir, con mayor exposición a riesgo de costo, requeriría un punto de equilibrio de costo total de 30% (4.5 veces el CRI) para lograr una calificación de grado de inversión menor y un 50% de punto de equilibrio sobre costo total para una calificación de categoría 'A'.

Además de los puntos de equilibrio sobre el costo total, Fitch pondrá a prueba la sensibilidad de los flujos de efectivo del proyecto ante cambios en las principales premisas.

- **Inflación en Costos:** Fitch pone a prueba la exposición neta del flujo de efectivo del proyecto frente a desfases en la indexación a inflación de los ingresos y los costos. Al examinar este riesgo, la agencia toma en cuenta la cobertura a la inflación que podría formar parte de la estructura financiera. Cuando el pago no está indexado a la inflación en cuanto a costos de OM y de RA, Fitch probará qué tanto incremento en la inflación puede tolerar el proyecto antes de que la RCSD mínima llegue a 1.0x – es decir, un incremento de punto de equilibrio en la inflación. Cuando hay indexación, Fitch evalúa la capacidad del proyecto para recuperar costos reales por arriba del índice (es decir, un desfase entre el índice y los costos reales).
- **Tasas de Interés:** En la medida en que la estructura de la deuda contenga deuda a tasa variable no cubierta, Fitch corre sensibilidades de tasa de interés para evaluar la susceptibilidad general del proyecto (medida como RCSD y puntos de equilibrio) respecto a cambios en tasas de interés.
- **Costos de Mantenimiento:** Fitch evalúa qué tanto incremento en el costo de mantenimiento regular y mantenimiento mayor puede tolerar el proyecto desde un inicio, antes de que la RCSD mínima baje a 1.0x – es decir, el incremento de punto de equilibrio en los costos – y la susceptibilidad del proyecto a cambios en el calendario de ejecución de estos costos.

**FOLIO**

**000205**

**Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías**

## Apéndice 1: Matriz de Riesgo de Costo

Evaluación	Características
<b>Riesgo de Alcance</b>	
Atributo Más Fuerte	<ul style="list-style-type: none"> <li>El alcance del proyecto reduce la exclusión de responsabilidades y/o instalaciones significativas de OM y RA</li> <li>Mantenimiento de hospedaje de baja complejidad o manejo de una carretera con superficie lineal</li> <li>Limitado costo de RA esperado (&lt;5% de los ingresos en períodos pico)</li> <li>Costo de RA distribuido uniformemente</li> <li>Involucramiento continuo del constructor a lo largo de la fase operativa</li> </ul>
Atributo de Fortaleza Media	<ul style="list-style-type: none"> <li>El alcance total de las responsabilidades de OM y RA se trasladan a la empresa del proyecto</li> <li>Mantenimiento de moderada complejidad en proyectos de alojamiento especializado (hospitales; prisiones) o estructuras de ingeniería (puentes; túneles)</li> <li>Costo de RA moderado (10-20% de los ingresos en períodos pico)</li> <li>Alguna concentración del costo de RA</li> <li>Involucramiento continuo del constructor durante un periodo de tiempo limitado de la fase operativa</li> </ul>
Atributo Más Débil	<ul style="list-style-type: none"> <li>Obras complejas que implican una alta concentración de estructuras críticas o que implican el mantenimiento de activos materiales que han sido heredados</li> <li>Retos logísticos significativos y complejos</li> <li>Costo de RA esperado significativo (&gt;25% de los ingresos en períodos pico)</li> <li>Costo de RA altamente concentrado</li> <li>Ningún involucramiento del constructor durante la fase operativa</li> </ul>
<b>Predictibilidad de los Costos</b>	
Atributo Más Fuerte	<ul style="list-style-type: none"> <li>Operadores/patrocinadores con experiencia significativa en el mismo tipo de activo y en la misma jurisdicción</li> <li>Tecnología establecida con historial documentado de desempeño/estabilidad</li> <li>Gran número de constructores experimentados disponibles para tomar el contrato</li> <li>Número significativo de proyectos comparables</li> <li>Análisis de costos detallado por parte del AT</li> </ul>
Atributo de Fortaleza Media	<ul style="list-style-type: none"> <li>Operadores/patrocinadores con cierta experiencia en activos relacionados</li> <li>Tecnología establecida con cierto riesgo</li> <li>Algunos constructores experimentados que pueden asumir el contrato a cambio de una prima</li> <li>Número limitado de proyectos comparables</li> <li>Análisis de costos muy general por parte del AT</li> </ul>
Atributo Más Débil	<ul style="list-style-type: none"> <li>Patrocinadores con experiencia limitada</li> <li>Tecnología no probada y/o falta de historial operativo</li> <li>Número limitado de constructores con experiencia</li> <li>No hay proyectos comparables</li> <li>No hay análisis de costos o el análisis de costos del AT</li> </ul>
<b>Volatilidad de Costos y Protecciones Estructurales</b>	
Atributo Más Fuerte	<ul style="list-style-type: none"> <li>Indexación de costos específica para el proyecto o puntos eficaces de comparación</li> <li>Reserva multianual de costos de RA futuros y/o flexibilidad en la ejecución de costos de RA</li> <li>Riesgo de costo trasladado a una contraparte más fuerte</li> <li>Reserva de devolución del activo de 5 años y reserva para mantenimiento mayor con un margen financiero considerable previo a la obligación de inversión y/o terminación de la concesión</li> <li>Asignación de responsabilidades de OM y RA a la misma entidad durante el plazo total de la deuda</li> </ul>
Atributo de Fortaleza Media	<ul style="list-style-type: none"> <li>Indexación de costos ampliamente correlacionada con exposición residual limitada</li> <li>Algunas reservas de costo de RA</li> <li>Riesgo de costo trasladado a una contraparte de Fortaleza Media</li> <li>Reserva de devolución del activo de 3 años y reserva para mantenimiento mayor con un margen financiero considerable previo a la obligación de inversión y/o terminación de la concesión</li> <li>Asignación de responsabilidades de OM y RA asignadas a una misma entidad</li> </ul>
Atributo Más Débil	<ul style="list-style-type: none"> <li>Indexación de costos inadecuada o inexistente</li> <li>Reservas limitadas o inexistentes</li> <li>Reserva de devolución del activo y reserva para mantenimiento mayor inexistente o con margen financiero limitado previo a la terminación de la concesión</li> <li>Asignación de responsabilidades de OM y RA asignadas a diferentes entidades</li> </ul>

Fuente: Fitch

FOLIO

000206

Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías

## 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. La combinación de metodologías transparentes, un juicio analítico aplicado transacción por transacción o emisor por emisor, y la divulgación completa mediante un comentario 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 nuestras calificaciones.

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 calificación, así como la metodología aplicada para ello, estén incluidos dentro del alcance de la metodología, pero que el análisis descrito en la misma requiera modificarse para contemplar factores específicos para la transacción o emisor en particular.

## Limitaciones

Las calificaciones, incluyendo las Observaciones y Perspectivas, asignadas por Fitch, están sujetas a las limitaciones especificadas en las Definiciones de Calificación de Fitch y disponibles en [fitchratings.com/site/definitions](http://fitchratings.com/site/definitions).

Adicionalmente, las calificaciones dentro del alcance de esta metodología están sujetas a las siguientes limitaciones específicas:

La metodología no es aplicable a concesiones de autopistas de cuota sombra que, si bien muestran un grado de exposición crediticia hacia los otorgantes similar al de los proyectos basados en disponibilidad, tienen flujos de efectivo que en gran parte se derivan del volumen de tráfico que tiene la autopista.

Esta metodología no cubre circunstancias tales como un cambio importante en políticas de gobierno o cambios a la estructura legal o de fondeo de los otorgantes que están obligados a efectuar los pagos por disponibilidad. En caso de que alguno de estos eventos o eventos similares ocurriese, Fitch revisaría su criterio y haría los cambios correspondientes a la metodología y a las calificaciones cubiertas por esta. Favor de ver la Metodología para Calificación de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos para una discusión completa sobre las limitaciones a la metodología y a las calificaciones, que serían aplicables de manera general en el contexto de la infraestructura y el financiamiento de proyectos.

## Fuentes de Información

Las premisas clave para la metodología son producidas por Fitch con base en los documentos y datos de la transacción, y utilizando información recibida por parte de los emisores y/o los otorgantes, estructuradores u otros terceros, información pública y juicio analítico de Fitch.

## Fuentes de Información del Emisor

Esta metodología contiene detalles de información que es solicitada y requerida para cada transacción en específico con el objetivo de aplicarla.

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](http://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 LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 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 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 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 no identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones expresadas 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 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".