

Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos

Metodología Maestra

Alcance

Este reporte de metodología maestra identifica los factores que Fitch Ratings considera al asignar calificaciones a obligaciones y emisiones de infraestructura y financiamiento de proyectos. Esta metodología también aplica a asociaciones público-privadas (APP), entidades similares a infraestructura, entidades relacionadas con infraestructura o entidades deportivas globales, bursatilizaciones de tipo "whole-business" de Reino Unido y bonos de vehículos de subvención en anticipación de ingresos de Estados Unidos (EE. UU.). Los emisores podrían ser vehículos de propósito especial (VPE), entidades corporativas o de finanzas públicas con activos únicos o múltiples en distintas jurisdicciones. El acreedor o sus afiliadas pueden directa o indirectamente poseer o beneficiarse de los activos o de los derechos sobre los flujos de dichos activos. Este reporte de metodología maestra aplica globalmente a calificaciones nuevas y al monitoreo de calificaciones existentes, a la vez que se usa para asignar tanto calificaciones internacionales como nacionales. También tiene la finalidad de usarse en conjunto con otra metodología aplicable [ver sección de "Metodologías Relacionadas"].

Calificaciones de Instrumentos: Fitch podría asignar calificaciones a valores, instrumentos o tramos individuales en una transacción. Las calificaciones de emisiones de deuda individual principalmente proveen una vulnerabilidad relativa al incumplimiento. En circunstancias limitadas en las que estructuras de transacción provean recuperaciones posteriores al incumplimiento significativamente más altas que el promedio, mismas que no sean reflejadas de otra manera en la vulnerabilidad relativa, las calificaciones de los instrumentos podrían considerarse el beneficio de dicha recuperación para reflejar protección la excepcional al acreedor.

Calificaciones de Emisor: Podrían asignarse calificaciones internacionales de riesgo emisor (IDR; *issuer default rating*) a emisores de infraestructura o de compañías tenedoras, cuando la vulnerabilidad relativa al incumplimiento para un instrumento de deuda individual derive del establecimiento de la IDR de la entidad o de una entidad relacionada. También podrían asignarse por solicitud. Las IDR emiten una opinión de la vulnerabilidad relativa al incumplimiento de obligaciones financieras.

Calificaciones de Recuperación: Podrían asignarse calificaciones de recuperación (RR; *recovery ratings*) a las obligaciones de infraestructura y financiamiento de proyectos como un indicador adicional por solicitud del emisor y como aportación para otras calificaciones de Fitch.

Factores Clave de Calificación

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

Riesgos de Operación, Ingreso y Renovación de Infraestructura: El análisis de Fitch abarca la capacidad del emisor de generar un flujo de caja estable con base en sus marcos jurídico y organizacional, y en los fundamentos económicos. Fitch evaluará el costo operativo, la

Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Otros Factores para la Calificación	2
Marco de Referencia	2
Estructura e Información	5
Riesgo de Conclusión	12
Riesgo de Operación	12
Riesgo de Ingreso	17
Desarrollo, Renovación, Obsolescencia y Vida Económica de Infraestructura	19
Riesgo de Compensación de la Terminación	21
Riesgos Macro	21
Estructura de la Deuda	24
Perfil Financiero y Caso de Calificación	27
Modelos	30
Análisis de Pares	32
Seguimiento	33
Sensibilidad de los Supuestos de Calificación	33
Variaciones Metodológicas	34
Limitaciones	34
Divulgación de la Metodología	34
Apéndice A	35
Apéndice B: Definiciones para Métricas Financieras	36
Apéndice C	38
Apéndice D: Factores que Distinguen entre Calificaciones de Corto Plazo	39
Apéndice E: Calificación de Recuperación	41

Este reporte de metodología es una traducción del reporte en inglés titulado "Infrastructure and Project Finance Rating Criteria", publicado el 17 de mayo de 2023. Este reporte actualiza y reemplaza la "Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos", con fecha del 6 de julio de 2022.

demanda, el ingreso y el riesgo de renovación de la infraestructura, que afectan la capacidad de realizar los pagos del servicio de la deuda.

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

Otros Factores para la Calificación

Perfil Financiero: Fitch evalúa la flexibilidad financiera de un proyecto al enfrentar estreses que se espera que se produzcan durante el período proyectado. Las métricas se utilizan para evaluar el perfil de liquidez del emisor y su apalancamiento total.

Riesgo de Contraparte: Fitch evalúa las contrapartes clave (compradores, otorgantes de concesiones, proveedores de garantías) para factores de riesgo relevantes por su impacto en la deuda calificada.

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

Estructura e Información: Los riesgos y mitigantes de los mismos que provenga de la calidad y experiencia de los patrocinadores, de la fortaleza de la estructura legal y/o de la calidad de la información.

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

Marco de Referencia

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

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

Para las calificaciones de deuda de proyectos e infraestructura que impliquen operaciones en sectores múltiples o que involucren a un portafolio de activos con operaciones en sectores múltiples, los elementos de la metodología relevante de sector específico podrían usarse en conjunto con esta metodología maestra. En la medida en que una porción significativa de ingresos, EBITDA o flujo de efectivo disponible para servicio de la deuda (FEDSD) derive de uno o más sectores específicos, los elementos relevantes de la metodología de sector específico aplicarán en el análisis, mientras que la metodología maestra permanecerá como la base para analizar los elementos que no se aborden directamente en la metodología de sector específico.

Analistas

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

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

Danilo Quattromani
+39 02 9475 7810
danilo.quattromani@fitchratings.com

Gregory Remec
+1 312 606 2339
gregory.remec@fitchratings.com

Marta Veloso
+55 11 3957 3683
marta.veloso@fitchratings.com

Paolo Alessi
+39 02 3055 3102
paolo.alessi@fitchratings.com

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

Metodologías Aplicables

Public-Sector Counterparty Obligations in PPP Transactions Rating Criteria (Metodología de Calificación de Obligaciones de Contraparte del Gobierno en Transacciones de APP) (Abril 2022)

Parent and Subsidiary Linkage Rating Criteria (Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria) (Junio 2023)

Corporate Rating Criteria (Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas) (Octubre 2022)

Country-Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria (Metodología de Tratamiento de Calificaciones de Recuperación por País Específico) (Marzo 2023)

Completion Risk Rating Criteria (Metodología de Calificación de Riesgo de Conclusión) (Julio 2023)

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

Corporate Hybrids Treatment and Notching Criteria (Metodología de Tratamiento y Escalonamiento de Híbridos Corporativos) (Noviembre 2020)

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

Country Ceilings Criteria (Metodología de Techo País) (Julio 2023)

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

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

- “Metodología de Calificaciones en Escala Nacional”: Cuando se asigna una calificación nacional para una entidad de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos.
- “Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno”: Cuando una entidad de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos es directa o indirectamente propiedad de un gobierno.
- “Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria”: Cuando una entidad de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos está vinculada por una relación de matriz y subsidiaria.
- “Metodología de Calificación de Recuperación Específico por País”: Cuando se haya solicitado a Fitch que asigne una calificación de recuperación a un instrumento de deuda de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos.

Fitch también puede apoyarse en otras metodologías para fortalecer su evaluación de los factores clave de calificación y análisis financiero. Cuando una entidad de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos se beneficie de ingresos tributarios o esté expuesta a gastos relacionados con impuestos, además de sus ingresos y gastos de operación, Fitch considerará la “U.S. Public Finance Tax-Supported Rating Criteria” y la “Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales”, respectivamente para entidades con sede y sin sede en EE. UU., para el marco de referencia de ingresos y gastos.

Cuando una entidad de infraestructura y financiamiento de proyectos opere en un sector no cubierto por las metodologías sectoriales de infraestructura y financiamiento de proyectos (como el de agua, educación superior o cuidado de la salud), Fitch tomará como base la “Metodología de Calificación de Entidades Respaladas por Ingresos del Sector Público” o la “Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas” para entidades que sean respectivamente de propiedad pública y propiedad de inversionistas, para elementos analíticos, tales como evaluaciones de la demanda y el precio subyacentes, así como métricas financieras indicativas.

Cuando una entidad de infraestructura y financiamiento de proyectos opere bajo una concesión, arrendamiento o cualquier otro contrato (al cual se hará referencia en este reporte como el “contrato marco”) para respaldar una APP, Fitch considerará la “Metodología de Calificación de Entidades Respaladas por Ingresos del Sector Público”.

Cuando una entidad de infraestructura y financiamiento de proyectos tenga instrumentos híbridos en su estructura de capital, Fitch podrá aplicar los principios subyacentes de los criterios de híbridos corporativos en la “Metodología de Tratamiento y Escalonamiento de los Instrumentos Híbridos de Empresas Corporativas” para determinar la manera en que las calificaciones de instrumentos híbridos se escalonan hacia abajo con base en la IDR y cómo determinar el capital crediticio del instrumento.

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

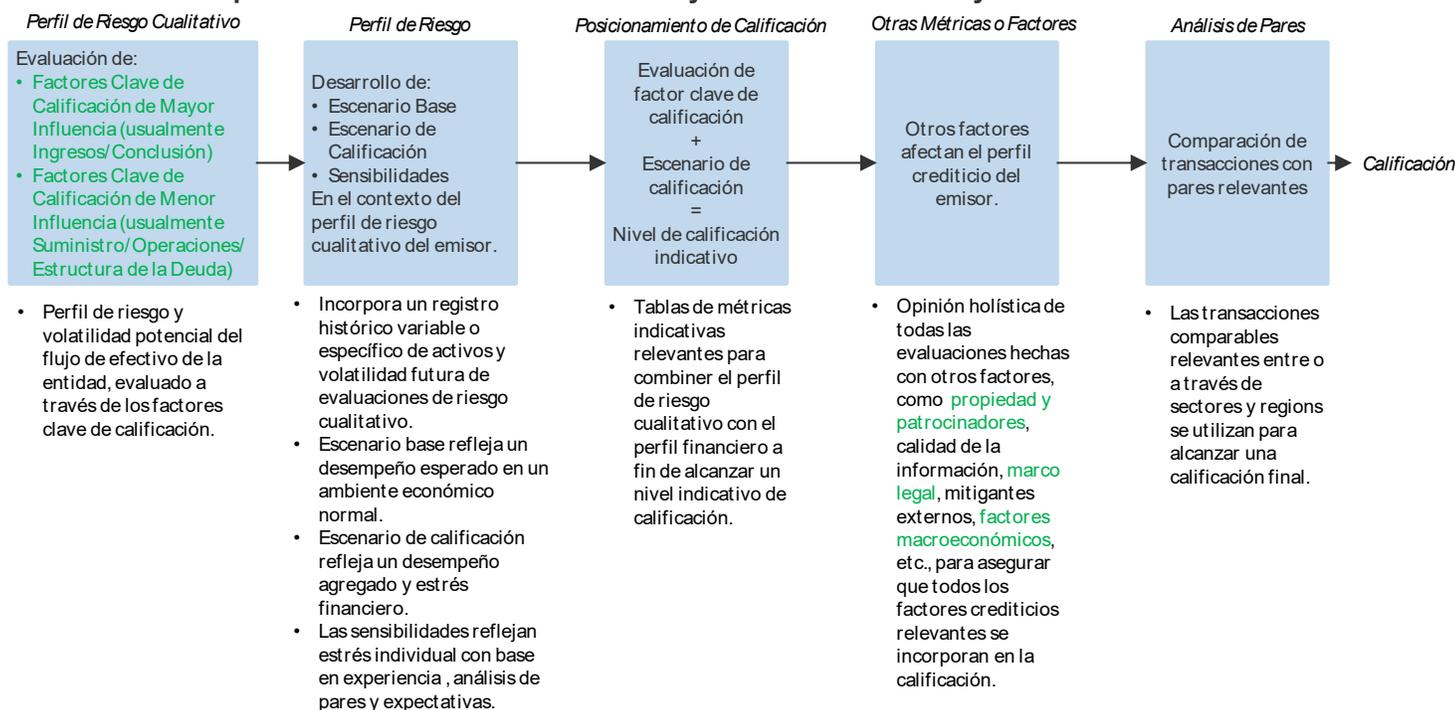
Para un emisor o emisión con calificación B o inferior, puede ser suficiente analizar únicamente el caso base para evaluar el riesgo de incumplimiento y la transición de la deuda. Por definición, la calificación sugiere que tal emisor tendrá poca capacidad para sortear condiciones económicas adversas. Dado que el número de incumplimientos es limitado en el sector de

infraestructura, las métricas son menos útiles para asignar calificaciones que van de B a C. Fitch realizará una evaluación cualitativa del nivel de riesgo de incumplimiento y el alcance de cualquier margen de seguridad remanente indicado por el perfil de riesgo operativo y financiero general del emisor. A este respecto, las definiciones de calificación de Fitch asociadas con las categorías de calificación de B a C proporcionan orientación.

Canjes Forzados de Deuda

Una oferta de canje se considerará como un canje forzoso de deuda (CFD) en caso de haber una reducción significativa respecto a los términos contractuales originales y el canje se ejecute para evitar bancarota, procesos similares de insolvencia o intervención, o un incumplimiento de pago tradicional. Cuando se anuncia un canje u oferta pública de adquisición que Fitch considera forzoso, la IDR típicamente se bajará a C; y para emisiones de bonos, las calificaciones de instrumentos típicamente bajarán al rango entre C y CCC. La conclusión del CFD típicamente resultará en una IDR que se bajará a RD y un instrumento de la deuda a D. Poco después de la conclusión del CFD, la IDR o el instrumento se volverá a calificar, usualmente en un grado especulativo bajo.

Resumen de Enfoque de Calificación —Infraestructura y Financiamiento de Proyectos



ESG – Environmental, social and governance. Note: Las consideraciones crediticias de carácter ESG relevante se reflejan en riesgo individual clave específico y en otros factores, como se muestra en texto verde.

Fuente: Fitch Ratings

Atributos de Factor de Riesgo para Determinar Niveles de Estrés

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

Fitch evalúa los atributos de factor de riesgo en una escala de tres niveles de “fuerte”, “medio” y “débil”. En ciertos casos, como el riesgo de ingresos y de conclusión, en los que la fortaleza o debilidad relativa dentro de cada nivel determina distinciones de calificación, la escala puede ampliarse como parte del proceso de revisión analítica para hacer mayores distinciones dentro de estas categorías, tales como “más fuerte” y “fuerte” y “medio alto” y “medio”.

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

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

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

Estructura e Información

Propiedad y Patrocinadores

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

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

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

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

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

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

Propiedad y Patrocinadores

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

Nota: Características fuertes o débiles podrían tener una influencia positiva o negativa, respectivamente, si el rol del patrocinador se considerara relevante para las características del riesgo de la transacción.

Fuente: Fitch Ratings

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

Estructuras de Emisor

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

Estructura Delimitada

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

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

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

Estructura Corporativa

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

Sin embargo, factores como la estructura accionaria, los acuerdos de financiamiento y las restricciones basadas en la ubicación pueden ser tales que el perfil consolidado no proporcione la representación más adecuada para evaluar la calidad crediticia de la entidad legal calificada, típicamente la empresa controladora principal; por consiguiente, es necesario “rediseñar los límites” de la estructura corporativa en la mayoría de los casos con algún tipo de desconsolidación. La decisión de desconsolidar sería generalmente el resultado de una evaluación débil del vínculo entre la matriz y la subsidiaria que está siendo considerada para la desconsolidación, con base en la evaluación del nivel de acceso a y control de la matriz sobre los recursos de su subsidiaria, así como de sus provisiones legales o regulatorias para delimitar, como se describe a mayor detalle en la “Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria”.

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

Cuando el emisor es la compañía tenedora del grupo, las subsidiarias operadoras podrían ser financiadas sustancialmente por la matriz y podrían garantizar la deuda de la matriz, o bien, tener otras características operativas o contractuales que unan al grupo. Por lo tanto, la IDR de la compañía tenedora podría representar las operaciones del grupo en su totalidad. De manera notable, el uso de un perfil consolidado por parte de Fitch para evaluar la solvencia no significa que todas las entidades de un grupo serán calificadas en el mismo nivel. El grado de subordinación debido a las características de los instrumentos de deuda o la ubicación de la deuda en la estructura del grupo, así como la capacidad de una entidad emisora de acceder a los flujos de efectivo dentro de la estructura del grupo, podrían afectar la calificación de riesgo emisor. Por ejemplo, una entidad calificada puede ser más una compañía tenedora que recibe flujos de efectivo contingentes a través de dividendos, que una compañía tenedora con acceso directo a todas las fuentes de ingreso consolidadas. De manera similar, la prelación en el financiamiento de subsidiarias con menor riesgo puede resultar en que la tenedora tenga acceso

directo a actividades más riesgosas en lugar de a las de todo el grupo, como se muestra en las cuentas consolidadas.

Compañía Tenedora de Financiamiento de Proyectos

Cuando una o más compañías operadoras de proyecto son propiedad de una sola compañía tenedora que, a su vez, está delimitada, y cada entidad tiene un propósito específico, las calificaciones tanto de las compañías operadoras como de la tenedora se evaluarán por separado. La tenedora tendrá flujo de efectivo derivado de los dividendos disponibles a ser distribuidos por las compañías operadoras, reconociendo que podrían existir restricciones a nivel de estas últimas. La habilidad de la tenedora de depender en las distribuciones de las operadoras es fundamental para determinar la calificación de la tenedora.

El análisis considerará los *covenants* de restricción a distribuciones que apliquen, dado que podrían darse situaciones en las que la operadora generara exceso de efectivo, pero los *covenants* de distribución crearan retenciones a los dividendos, lo que evitaría que la tenedora sirviera su propia deuda. Fitch evaluará la probabilidad de que se presenten estas retenciones, al evaluar el colchón existente sobre el *covenant* de distribución. Una evaluación débil del *covenant* de retención podría limitar la calificación incluso cuando los indicadores financieros relevantes sugieran, de otra manera, una calificación superior.

El perfil crediticio consolidado, en el cual la deuda de la tenedora se agrega a la deuda sénior de la operadora en el cálculo de las métricas relevantes, actuará como un límite para la calificación de la tenedora a fin de reflejar el hecho de que los acreedores estarán subordinados estructuralmente respecto a los acreedores de la operadora. De esta forma, en principio, la deuda de la tenedora no podría tener mejor calidad crediticia que la de la deuda junior equivalente a nivel de la operadora. De manera importante, en ocasiones en que el nivel de influencia que pueda ejercer la *tenedora* en la operadora se considere alto, Fitch aplicará el enfoque descrito en la subsección superior “Estructura Corporativa”. Este enfoque incluye transacciones en las que la *tenedora* es la matriz de un grupo de infraestructura y ejerce un control exhaustivo de carácter operativo, estratégico y financiero en el grupo.

Entidades Relacionadas con el Gobierno

Fitch aplicará su “Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno” a las entidades que se consideran “relacionadas con el gobierno”, es decir, cuando un gobierno, ya sea a nivel nacional, regional o local, tiene control suficiente sobre la entidad para que se establezca una relación de tenedora/subsidiaria. Para mayor claridad, esto no aplica a los emisores de bonos de ingresos estadounidenses ni a emisores de financiamiento de proyectos efectivamente delimitados, con relación directa o indirecta con el gobierno. Las calificaciones de transacciones/emisores de financiamiento de proyectos delimitados, por lo general, son un reflejo del perfil crediticio individual (PCI) del proyecto y van acorde a este.

Fitch podría llevar al alza el PCI de un financiamiento de proyecto propiedad de un gobierno en uno o dos escalones cuando el gobierno tenga un gran poder de toma de decisiones e incentivos fuertes para proveer soporte extraordinario al proyecto, directamente o a través del sector público general (o a través de un patrocinador que sea una entidad relacionada con el gobierno [ERG]), tomando en cuenta que la calidad crediticia del gobierno es más fuerte que el PCI del proyecto. Para los proyectos delimitados que son indirectamente propiedad del gobierno a través de un patrocinador ERG, este enfoque aplicará, dado que Fitch está convencida de que el gobierno por sí mismo facilitará o brindará soporte, en lugar del patrocinador ERG, y cualquier entidad en la cadena de propiedad no impedirá que la entidad del proyecto reciba soporte por parte del gobierno.

Para alcanzar una calificación superior a la del PCI, Fitch espera que el proyecto tenga la mayoría de los atributos evaluados como “fuertes”, tal como se describen en la tabla de “Soporte de Gobierno – Características de Proyecto Delimitado”.

Soporte de Gobierno – Características de Proyecto Delimitado

Atributos Fuertes El gobierno tiene un fuerte poder de toma de decisiones y una influencia significativa en las operaciones clave de los proyectos, ya sea de manera directa o a través de un patrocinador ERG como controlador. Un historial de soporte directo por parte del gobierno, o participación activa (a través de un patrocinador ERG) en el proyecto con múltiples funciones (intermediarios, proveedores, facilitador arrendador de terrenos, operadores de líneas de transmisión, etc.). Los proyectos de gran escala tienen un papel fundamental para alcanzar objetivos estratégicos a largo plazo en la región, con algunos otros sustitutos disponibles. Un incumplimiento del proyecto probablemente tendría un impacto significativo en la reputación del gobierno y/o retaría el financiamiento de proyectos estratégicos a futuro, o bien, el gobierno aseguraría una parte de la deuda del proyecto.

Atributos Neutrales El gobierno tiene un control y/o influencia limitada en las operaciones del proyecto. Un historial corto del gobierno brindando soporte extraordinario al sector público. Un proyecto de escala relativamente pequeña, reemplazable o que no provee servicios estratégicos en la región o país. El incumplimiento del proyecto tendría un impacto negativo o nulo en la reputación del gobierno y/o no afectaría el financiamiento de proyectos a futuro.

ERG – Entidad relacionada con el gobierno. Nota: Las calificaciones de financiamiento de proyectos delimitados con atributos neutrales calificados acorde a su PCI. Atributos “fuertes” presentes en financiamiento de proyectos delimitados podrían resultar en una alza de hasta dos escalones por encima del PCI.

Fuente: Fitch Ratings

Riesgo de Contraparte

La transferencia de riesgo a las contrapartes es un tema central en muchas transacciones de financiamiento de infraestructura. Fitch evalúa si existe dependencia de una contraparte con base en una evaluación general de la viabilidad económica de la transacción en ausencia de la contraparte. El valor de la transferencia de riesgo dependerá entonces de la capacidad financiera de la contraparte para absorber ese riesgo. Como principio general, cuando los recursos financieros o los flujos de efectivo del emisor son altamente dependientes del desempeño financiero de la contraparte de los ingresos, su calidad crediticia podría ser una limitante para la calificación de la deuda emitida. En otros casos, incluyendo contrapartes relacionadas con garantía, la conclusión, el costo, el suministro, la liquidez, la tasa de interés y otros riesgos, el análisis de Fitch reflejará el riesgo de reemplazo.

A menos que se compense de alguna manera, la evaluación de la calificación crediticia de una contraparte respecto a la cual el emisor tiene una dependencia mayor, podría limitar la calificación de la deuda del emisor. Esto sería típicamente el caso de muchas transacciones que tienen ingresos totalmente contratados. Fitch podría calificar una transacción por encima de la calidad crediticia de su contraparte en circunstancias en las que la habilidad y voluntad de esta última para alcanzar sus obligaciones contractuales se respalden en las obligaciones de interés público, regulatorio y estatuario, o bien, se trate de un producto o servicio esencial o estratégico de manera que haya una probabilidad alta de que la contraparte continúe cumpliendo con sus obligaciones en períodos de estrés financiero o poco solvencia. Un alza en la calificación como tal típicamente se limitaría a uno o dos escalones.

La calidad crediticia de la contraparte podría no requerirse o no limitar la calificación de la transacción en casos en los que la dependencia de la contraparte no sea alta. Esto sería típicamente en casos en los que el perfil crediticio de la transacción se afecte solo de manera marginal si la contraparte cayera. Esto podría deberse a que existen otros proveedores de productos o servicios con la intención e incentivos para involucrarse en gran medida, o bien, a que la contraparte represente un riesgo relativamente pequeño o limitado para la transacción. Además, las transacciones expuestas a riesgos sistémicos en los que el riesgo de pago recaiga ultimadamente en un sector más amplio o un grupo de usuarios finales, por definición, no están expuestas a ninguna contraparte individual.

La evaluación de la calidad crediticia para cualquier contraparte en la que el desempeño financiero sea clave para el desempeño del emisor se basa en la contribución de Fitch por parte del grupo analítico en cuestión. Cuando no haya calificación pública disponible de la contraparte por parte de Fitch, una evaluación interna y privada de la calidad crediticia podría utilizarse.

Bajo estas circunstancias, Fitch también se reserva el derecho de usar otra calificación pública monitoreada por una organización de calificación estadística reconocida a nivel nacional (NRSRO; *nationally recognized statistical rating organization*) cuando el enfoque analítico subyacente se vea ampliamente consistente con el enfoque de Fitch. Si un tercero solvente proporcionara una garantía de crédito incondicional e irrevocable para las obligaciones del acreedor, constructor, adquiriente, proveedor, operador u otra parte clave de la transacción, Fitch sustituiría la calidad crediticia de la parte de la transacción con la del garante.

A lo largo de este reporte, en el que una evaluación cualitativa del riesgo incorpora, entre otros elementos, la cualificación y la fortaleza de una contraparte, las clasificaciones en la tabla siguiente se utilizan cuando se consideran los recursos financieros de dicha contraparte en el contexto de la evaluación general de riesgos. Estos se utilizan en la evaluación de otros factores de riesgo (por ejemplo, la estructura de la deuda para la cobertura del riesgo de contraparte o de ingresos, tal como se define en las metodologías específicas por sector relevantes. [*Favor de consultar Apéndice C para ver la tabla de "Resumen de Riesgo de la Contraparte"*]).

Características de la Contraparte

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

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

Fuente: Fitch Ratings

Legal y Regulatorio

El análisis crediticio de Fitch considera la evaluación del marco legal y contractual de las estructuras de las transacciones. Los marcos de referencia para transacciones pueden estar basados principalmente en contratos o en documentos organizacionales particulares, estatutos, regulaciones o autoridad constitutiva. Como parte de la revisión de un crédito, Fitch considera las leyes y regulaciones relevantes, en lo que respecta a las expectativas referentes a la aplicación de la discreción regulatoria, y el contenido y capacidad de ejecución de las relaciones contractuales y garantías reales. Entre otras fuentes de información, Fitch revisa los contratos clave y hojas de términos, materiales de oferta, para evaluar los elementos comerciales clave, con especial atención en la asignación o transferencia del riesgo. También se consideran los mecanismos para la resolución de disputas.

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

Legal y Regulatorio

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

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

Fuente: Fitch Ratings

Algunas cuestiones, como los derechos de garantía específicos o restricciones legales respecto a la propiedad del proyecto, se revisan caso por caso. Al evaluar el panorama legal relevante para las calificaciones, Fitch considera las opiniones o notas legales intercambiadas entre las partes del proyecto y provistas por el consejero de la transacción. En algunas circunstancias, Fitch también podría solicitar y evaluar opiniones legales que aborden temas legales específicos.

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

Fuentes de Información

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

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

Calidad de la Información

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

Calidad de la Información

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

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

Fuente: Fitch Ratings.

Uso de Reportes de Expertos

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

También se considerará el estatus del experto y la materialidad de su proyección u opinión al momento de determinar qué peso se podría dar estas. Normalmente, factores como la

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

El nivel en que Fitch usará la información de expertos dependerá parcialmente de los temas ya mencionados, así como de la relevancia que esta información tenga para los riesgos clave identificados. Cuando la información entregada por expertos no aborde un tema importante, aunque se esperaría que así fuera, Fitch puede solicitar más información o realizar un supuesto apropiado. En los casos en que Fitch determine que los informes no tienen suficientes fundamentos o no son completos o confiables, Fitch podría decidir no asignar una calificación.

Reportes de Expertos

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

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

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo de Conclusión

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

Fase de Conclusión mientras Continúan las Operaciones

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

Riesgo de Operación

El riesgo de operación se refiere a que la transacción pueda sufrir una reducción en la disponibilidad, productividad o el resultado o, alternativamente, a que la transacción incurra en

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

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

Operador

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

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

Instalaciones Auto-operadas

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

Operación Contratada

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

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

Fitch evalúa el riesgo de desempeño basándose en el historial del operador, los informes del ingeniero externo, el análisis de pares, la complejidad operativa y la flexibilidad

contractual/estructural. Los períodos de gracia, los calendarios de mantenimiento flexibles y otras características similares pueden actuar como factores mitigantes. Sin embargo, los términos onerosos, tales como los plazos muy desafiantes o la terminación de la concesión en vez de multas financieras, se consideran atributos Débiles y pueden limitar la calificación.

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

Operador

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

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

Fuente: Fitch Ratings.

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

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

Costos Operativos

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

La mitigación de costos mediante la transferencia del riesgo a subcontratistas fuertes o contratos de suministro basados en la inflación, contratos de reembolso de costo (*cost-plus*) y similares se considera en la calificación en la medida en que la fortaleza financiera de la contraparte sea proporcional a la calificación de la deuda [ver secciones "Riesgos de las

Contrapartes” y *“Perfil Financiero y Caso de Calificación”*]. En proyectos nuevos, Fitch revisará los informes de ingeniería de terceros, en los que se evalúen los gastos futuros de capital o de replazo de activos, en cuanto a calendario de ejecución y montos.

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

La evaluación del riesgo de costo operativo, su estabilidad o volatilidad relativa, y la capacidad de recuperar costos dentro del marco de ingresos se reflejará en el caso de calificación y el análisis de sensibilidad. La calificación o calidad crediticia del operador también puede determinar la necesidad de estreses de mayor magnitud.

Costos de Operación

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

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

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo de Suministro

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

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

Riesgo de Suministro

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

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

Fuente: Fitch Ratings.

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

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

Riesgo Técnico

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

Riesgo Técnico durante la Operación

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

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

Fuente: Fitch Ratings.

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

Riesgos de Desmantelamiento, Devolución y Renovación de Licencia

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

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

Riesgo de Ingreso

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

Marco de Ingresos

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

lo tanto, incrementan el potencial de disputas, Fitch puede descontar esos ingresos para reflejar un nivel predecible.

Requerimientos de Desempeño

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

Riesgo Mayor de Demanda

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

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

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

Otras Consideraciones

Cuando el ingreso bruto sea determinado bajo un marco contractual o regulatorio, Fitch considerará la confiabilidad relativa de los incentivos legales o regulatorios en curso para sustentar a los ingresos [ver la sección “Techo País y Confiabilidad del Régimen Legal”].

Riesgo de Ingresos

Atributos Fuertes	Ingreso basado en disponibilidad; riesgo limitado de deducción; riesgo limitado de entrega; contratos de compra en firme (<i>take-or-pay</i>) con contrapartes financieras fuertes que exceden la vida de la deuda calificada; sin discrepancia de divisas entre ingresos y costos; dependencia mínima de proyecciones de demanda o recursos; productor de bajo costo; demanda a precios de mercado; fuerte evidencia histórica de patrones de ingresos; menores ingresos con volatilidad basada en los usuarios;
-------------------	---

	base amplia de clientes; capacidad probada para transferir incrementos de precios por encima de la inflación.
Atributos Medios	Contratos de compra (con riesgo de precio) con contrapartes financieras de nivel Medio; riesgo moderado de deducciones; riesgo de entrega según las convenciones del mercado; cobertura parcial de divisas; se basa en volatilidad baja o proyecciones probadas de recursos; régimen de subsidio establecido a largo plazo; posición competitiva en el mercado; capacidad probada para transferir incrementos de precios inflacionarios.
Atributos Débiles	Exposición completa a riesgo de mercado (precio y volumen); instalaciones existentes o esperadas en competencia; riesgo de deducción significativo; riesgos de entrega especiales; exposición de divisas; potencial para regalías incrementadas, impuestos o límites de producción no previstos; se basa en proyecciones de demanda o de recursos de mayor variabilidad; régimen de subsidios políticamente sensible; definición compleja de salida; capacidad limitada para transferir incrementos de precios inflacionarios.

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

Fuente: Fitch Ratings.

Desarrollo, Renovación, Obsolescencia y Vida Económica de Infraestructura

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

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

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

Condiciones de los Activos y Obsolescencia

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

En comparación, los activos de nivel Medio están bien mantenidos, pero pueden ser más antiguos y ya no ser ideales para su propósito. Están fundamentalmente en condiciones

adecuadas a buenas, con un grado manejable de mantenimiento diferido, si es que corresponde. Por último, los activos Débiles carecen de un mantenimiento suficiente y es probable que enfrenten retrasos muy grandes y crecientes de mantenimiento diferido.

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

Capacidad de los Activos

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

Mantenimiento y Planeación de Gasto de Capital

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

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

Obligaciones Contractuales

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

Acceso a Financiamiento para Gasto de Capital

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

Riesgo de Compensación de la Terminación

Incumplimiento de la Compañía del Proyecto

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

Terminación a Opción del Otorgante

El otorgante de una concesión o un comprador pueden tener la opción para dar por terminado el contrato de concesión o de compra, entre otras razones, por su propia conveniencia, propósitos regulatorios o necesidad pública. La probabilidad de ejercer dicha opción no puede ser propiamente incorporada en una calificación. Si el riesgo de terminación anticipada en casos distintos a un incumplimiento no es cubierto mediante un pago de terminación adecuado y puntual (es decir, suficiente para cubrir el pago completo y a tiempo de la deuda calificada para evitar un incumplimiento), la transacción podría no ser calificable.

Riesgo de Compensación por Terminación

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

^a Puede ser un obstáculo para la asignación de una calificación.

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgos Macro

Techo País y Confiabilidad del Régimen Legal

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

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

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

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

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

Techo País y Régimen Legal

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

Fuente: Fitch Ratings.

Calificación por encima de la del Soberano

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

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

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

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

Riesgos de la Industria

La agencia considera transacción en su sector industrial inmediato en términos de su posición competitiva relativa, suministro general y demanda, y la visión general. Esto incluye no solo transacciones similares, sino otros participantes de la industria tales como corporaciones,

empresas estatales y organizaciones sin fines de lucro. Para esto y visiones generales de la industria, Fitch dependerá de sus analistas de finanzas corporativas o finanzas públicas. Las barreras de entrada o la naturaleza esencial del sector se consideran a nivel global y local, incluyendo regímenes regulatorios específicos de la industria o reglas. Se examinan las industrias cercanas relacionadas que incluyen a proveedores, usuarios o competidores potenciales. La naturaleza de la demanda (esencial contra discrecional) también se analiza y se refleja en el análisis de generación de ingresos. El análisis de Fitch reflejará este riesgo mediante el uso de mayores estreses y restricciones de calificación, cuando así corresponda.

Riesgos de Evento

Al evaluar transacciones de infraestructura, Fitch considera de forma explícita los potenciales riesgos de evento que podrían afectar negativamente la capacidad del emisor para pagar su deuda. Se identifican los riesgos de evento que surgen de catástrofes naturales –inundaciones, terremotos, huracanes, tornados–, así como los riesgos causados por error humano o fallas mecánicas –accidentes industriales, explosiones, cortes forzados de energía–, y la presencia de mitigación adecuada, como reservas y cobertura de seguro.

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

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

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

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

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

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

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

Estructura de la Deuda

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

Fitch califica la infraestructura y los instrumentos de deuda de acuerdo a sus términos y condiciones. En particular, se otorga crédito a los elementos estructurales que dan flexibilidad financiera. Por ejemplo, el servicio de deuda diferible de un tramo subordinado será favorable para el tramo preferente. [Consulte la tabla en Apéndice A, “Factores de Riesgo Clave para la Estructura de la Deuda y el Desarrollo/Renovación de la Infraestructura”, que reemplaza secciones similares en informes de sectores específicos].

Prioridad de la Cascada de Pagos

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

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

Riesgo de Refinanciamiento

Los emisores están expuestos al riesgo de refinanciamiento cuando la deuda no se ha amortizado por completo a la fecha del vencimiento. Como resultado, Fitch considerará “fuerte” una amortización completa en el instrumento de deuda.

Un instrumento de la deuda que no amortice completamente se evaluaría en “medio” cuando la exposición de refinanciamiento pueda manejarse activamente por el emisor. Un historial demostrado de administración de pasivos prudente, así como una estrategia sólida para manejar la estructura de capital son indicaciones de una mitigación satisfactoria de esta exposición. Evaluaciones en “medio” típicamente aplicarán a deuda emitida no amortizada completamente por una empresa grande o emisores del sector público que administren activamente el riesgo de refinanciamiento en el curso normal del negocio. Fitch evalúa la estrategia del emisor y el historial de mitigación del riesgo de refinanciamiento, como puede ser en forma de efectivo acumulado específico o acumulación de efectivo genérico, vencimientos de deuda escalonados, líneas bancarias comprometidas no ejecutadas, refinanciamiento proactivo, emisiones de deuda recurrentes, etc. Una evaluación “media” para una deuda con pago único al vencimiento (tipo *bullet*) o parcialmente amortizable se justifica en casos en los que Fitch considera el riesgo de refinanciamiento como razonablemente mitigado. En la medida en que una compañía grande o entidad del sector público no administre satisfactoriamente el riesgo de refinanciamiento, la deuda emitida por dicha entidad podría evaluarse como “débil”. Fitch considera que un instrumento de la deuda que no es completamente amortizable es estructuralmente más débil cuando no existe prueba de acceso al mercado o cuando hay una inquietud demostrable acerca de la habilidad del emisor de administrar este riesgo de manera activa. Los instrumentos de deuda que no amorticen por completo y se evalúen como “débil”, típicamente tienen las siguientes o un subconjunto de las siguientes características: deuda tipo *bullet* o deuda parcialmente amortizable emitida bajo una estructura de financiamiento de proyectos, en los cuales no se anticipa una administración activa de las obligaciones; deuda respaldada en flujo de efectivo de un solo activo o un número pequeño de activos; un emisor nuevo o con un historial limitado de emisión; deuda respaldada en flujos de efectivo generados por activos con una vida económica útil finita. Las características mencionadas podrían implicar

un grado mayor de incertidumbre respecto a la habilidad del emisor para refinanciar deuda a un costo razonable.

La cantidad de deuda pendiente no es un factor determinante en la evaluación de Fitch respecto al riesgo de refinanciamiento. Sin embargo, se incorpora en el cálculo de la razón de cobertura durante la vida del proyecto (RCVP), como se menciona en la sección del “Perfil Financiero Posterior al Refinanciamiento”. El enfoque de Fitch al analizar el perfil financiero del emisor dependerá de si el instrumento de la deuda se evalúa como “medio” o “débil” respecto al riesgo de refinanciamiento.

Riesgo de Refinanciamiento

Atributos Fuertes	Deuda amortizada en su totalidad
Atributos Medios	Historial demostrado de acceso al mercado; activos del sector público o empresas grandes de duración indefinida; activos diversificados o portafolio de activos administrados de manera dinámica; deuda no completamente amortizable; estrategia sólida y/o historial establecido de mitigar riesgo de refinanciamiento; vencimientos escalonados.
Atributos Débiles	Historial nulo o limitado de emisión o de acceso al mercado; vida limitada del activo y/o proyectos en una sola ubicación; vencimientos <i>bullet</i> de financiamiento de proyectos o deuda parcialmente amortizable; falta de balance de efectivo relevante; vencimientos altamente concentrados.

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

Paquete de Obligaciones de Hacer y No Hacer

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

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

Características Estructurales

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

Fitch evaluaría en “fuerte” las condiciones para distribución de dividendos que incluyan pruebas prospectivas y retrospectivas establecidas en un nivel significativo, en relación con la volatilidad del activo y del sector. Una evaluación en “medio” resultaría de pruebas retrospectivas y/o

prospectivas establecidas en un nivel adecuado en relación con la volatilidad del activo y del sector. Una evaluación “débil” se relacionaría con la deuda sin condiciones para distribución de dividendos, o bien pruebas delimitantes prospectivas y/o retrospectivas en un nivel muy bajo.

Disposición Diferida

Para el financiamiento de proyectos, especialmente los que son nuevos sin ingresos existentes, generalmente todas las fuentes de recursos (capital y deuda) deben comprometerse al cierre financiero. Los recursos no financiados o los compromisos de deuda suelen estar respaldados por un instrumento con una calidad crediticia acorde con la calificación de la transacción o por una entidad con capacidad financiera demostrada para asegurar inyecciones oportunas. Esto incluye transacciones de disposición diferida que involucran a inversionistas institucionales, bancos comerciales y otros inversionistas similares de deuda. Las transacciones operativas con flujos de ingresos probados también pueden optar por emitir deuda con provisiones de disposición diferida para financiar rehabilitaciones o expansiones. La exposición a disposición diferida se considerará mínima siempre y cuando las demoras en la implementación de inversiones de capital no afecten sustancialmente la capacidad de generar ingresos.

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

Cobertura del Riesgo Financiero

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

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

Liquidez y Reservas

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

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

Garantías

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

Fitch ve positivamente los casos en que los derechos de control previos a la ejecución pueden reducir potencialmente la probabilidad de incumplimiento y, por lo general, se consideran como el aspecto más importante del paquete de garantías para la calificación. Fitch también evalúa si

están presentes en la transacción los derechos de intervención y otros que brinden a los acreedores preferentes la habilidad de proteger los contratos y activos claves o para iniciar el reemplazo de las partes no productivas de la transacción, junto con garantías entregadas por los propietarios de la transacción, respecto a los intereses de propiedad que mantienen en el emisor. Después de la ejecución, Fitch evaluaría si las garantías reales sobre los activos y contratos clave de la transacción se encuentran en el mismo orden de rango que la prioridad del acreditado y si confieren derechos de control previos a la ejecución.

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

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

Perfil Financiero y Caso de Calificación

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

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

Supuestos

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

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

Caso Base

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

Estrés de Desempeño

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

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

Estrés de Riesgos Financieros

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

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

Caso de Calificación

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

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

la naturaleza de un evento a través del cual la calificación será estable. El caso de calificación puede variar el inicio de la desaceleración para evaluar los efectos en el crédito si una desaceleración ocurrió en un momento más vulnerable para la transacción o activo de infraestructura relacionado.

Cuando los ingresos se basan en contratos que mitigan el riesgo de volumen, como los contratos *take-or-pay* o contratos de APP, los estreses en el flujo de efectivo se enfocarán en los elementos que pueden variar, como la eficiencia de la producción y los costos de operación. Por ejemplo, una transacción eólica o solar se evaluará con base en los ingresos que se puedan obtener en un escenario de producción baja ocasionada por poca disponibilidad del recurso natural. Para emisores expuestos al riesgo de demanda, el caso de calificación enfatizará el enfoque a través del ciclo de Fitch para las calificaciones y evaluará la demanda y el estrés consecuente sobre el ingreso que se puede esperar que un proyecto experimente durante una caída económica de profundidad y duración razonables.

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

Los eventos de mayor duración o profundidad o el desempeño menor de lo esperado dentro del escenario del caso de calificación pondrían las calificaciones bajo presión. La elección del caso de calificación es un determinante cuantitativo y cualitativo clave de la calificación y normalmente es un punto central de discusión en los comités de calificación.

Sensibilidad y Análisis de Equilibrio

Sensibilidades

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

Puntos de Equilibrio

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

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

Perfil Financiero Posterior al Refinanciamiento

El análisis de Fitch para una evaluación en “medio” del riesgo de refinanciamiento se respalda en una opinión crediticia proforma de mediano plazo que considera el historial del emisor, la estrategia de administración en evolución y las políticas financieras. Fitch también evalúa el apalancamiento esperado al momento del refinanciamiento para formar una opinión respecto a la habilidad del emisor de reemplazar la obligación de la deuda con deuda nueva al vencimiento. Aplica estreses de tasa de interés a los instrumentos de deuda colocados por estos emisores comprobados en el análisis financiero de Fitch [*ver la subsección de “Estrés de Riesgos Financieros”*].

El análisis de Fitch de una evaluación “débil” del riesgo de refinanciamiento reconoce que la calificación debería vincularse al perfil financiero posterior al refinanciamiento, a menos que el

perfil crediticio previo al refinanciamiento sea comparativamente más débil. Fitch calcula una RCVP que compara la cantidad de la deuda pendiente en el momento del refinanciamiento contra el valor de los flujos de efectivo proyectados bajo las condiciones del caso base de calificación, a fin de evaluar la fortaleza del perfil financiero posterior al refinanciamiento [ver subsección de "Estrés de Riesgos Financieros"].

La duración del período posterior al refinanciamiento, durante el cual el flujo de efectivo se proyecta para el cálculo de la RCVP, se basa en un número de factores que podrían afectar la vida útil económica de los activos. Factores relevantes podrían incluir la expiración de contratos clave, obsolescencia técnica prospectiva, la condición de los activos, factores macroeconómicos y/o incertidumbre en el ambiente comercial y político relevante. La evaluación de Fitch de la vida útil económica es guiada por la metodología de sector específico, transacciones comparables y análisis técnicos independientes.

La tasa de descuento de la RCVP comprende la tasa de interés del caso base más un nivel de estrés que refleja el riesgo de tasa de interés del instrumento de deuda. El estrés reconoce que los emisores típicamente tienen una flexibilidad limitada para mitigar de manera proactiva el riesgo de refinanciamiento para instrumentos de deuda evaluados en "débil" y son, por lo tanto, más vulnerables a incrementos en tasas de interés. El grado de estrés aplicado a las tasas de interés del caso base es una función de las evaluaciones cualitativas de Fitch, de los factores de un proyecto específico y de las consideraciones del mercado financiero específico.

Fitch podría moderar o eliminar el nivel de estrés de los instrumentos de deuda que han sido evaluados en grado de no inversión por razones ajenas al riesgo de refinanciamiento. Este tratamiento reconoce la naturaleza incremental del riesgo de refinanciamiento cuando las métricas financieras ya han sido profundamente estresadas.

La RCVP se evalúa con rangos indicativos de RCSD u otras métricas financieras relevantes para la metodología de sector específico. Los rangos indicativos de RCSD y otras métricas financieras son una guía y no una fórmula para alcanzar una calificación específica.

Métricas

Los resultados de estos estreses se resumen generalmente usando varias medidas, a menudo en forma de razones financieras que se utilizan en conjunto. Las mediciones se usan de manera selectiva, según sea apropiado para el sector o la estructura de la transacción. Las mediciones asociadas con una categoría de calificación determinada pueden variar considerablemente dependiendo de la naturaleza de la transacción y la volatilidad potencial de los flujos de caja. Todas las metodologías de sector específico pueden incluir medianas y rangos típicos para el sector relevante.

Dichas mediciones se usan como datos de entrada para determinar las opiniones que tiene Fitch con respecto a ciertos riesgos y, en particular, su impacto sobre los flujos de caja de la transacción. Una calificación incluye un análisis tanto cuantitativo como cualitativo. Las métricas financieras Fuertes o Débiles se verán en el contexto del análisis cualitativo de los atributos de riesgo descritos en esta metodología maestra.

Cuando las métricas indicadas en la metodología de sector específico no apliquen, o cuando las circunstancias de un proyecto específico justifiquen alguna consideración adicional, Fitch podría evaluar métricas suplementarias o complementarias. Si no es factible calcular una métrica financiera, Fitch podría utilizar medidas sustitutas de desempeño financiero.

Modelos

Fitch utiliza los siguientes modelos para calificar las transacciones de infraestructura y financiamiento de proyectos: el Modelo GIG AST (AST), el Modelo de Proyección de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos (InForM; Infrastructure and Project Finance Forecasting Model), el Modelo de Monitoreo y Pronóstico Empresarial (Modelo Comfort), modelos específicos del sector que se detallan en las metodologías de sector específico y modelos de terceros. El modelo que mejor refleje la estructura y los riesgos de la transacción será seleccionado para su uso.

Modelo GIG AST

El modelo AST proporciona proyecciones básicas de flujo de efectivo e indicadores relacionados para respaldar el análisis de calificación según la “Metodología de Calificación de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos”. Este se usa típicamente en transacciones con una base de activos o flujo de ingresos predecible y su configuración también funciona para transacciones que requieren una opinión crediticia proforma de largo plazo, como aquella a través de la vida de la deuda o la vida útil del activo.

El modelo admite los supuestos y resultados de los casos base y de calificación de Fitch, así como escenarios de sensibilidad adicionales (es decir, casos de estrés y análisis de punto de equilibrio). Sus resultados incluyen métricas financieras (diversos cálculos de RCSD y apalancamiento [deuda neta a FEDSD]), así como métricas operativas de sector específico, como el servicio deuda anual máximo (SDAM) y análisis de punto de equilibrio y residual (en el caso de algunos créditos de aeropuertos).

A partir de años históricos recientes para los que haya información disponible, el modelo AST proporciona un método interno para proyectar varios resultados operativos y financieros, ya sea aplicando un cambio porcentual o un cambio incremental al valor del período anterior, o bien, mediante el uso de montos absolutos. El modelo AST se completa ingresando información histórica y supuestos apropiados para cada caso. Permite a los usuarios flexibilidad para incluir, excluir o ajustar partidas específicas según sea necesario para cumplir con las variaciones en el manejo y los informes de partidas operativas y financieras que son analíticamente apropiadas para la transacción. El modelo AST no emplea técnicas de modelado estadístico ni se aplica ningún supuesto de proyección estándar.

Modelo InForM

El modelo InForM es un modelo de proyección con el estado de balance general, estado de pérdidas y ganancias, y estado de resultados, que se utiliza para proyectar los índices clave de apalancamiento. Usualmente se usa en transacciones en las que una opinión crediticia proforma de largo plazo es adecuada, dada la estrategia administrativa en evolución del emisor y sus políticas financieras, a la vez que el enfoque analítico depende de la generación de los estados financieros proyectados.

Su propósito principal es respaldar el análisis de calificación de Fitch, al asegurar que los índices clave de apalancamiento son proyectados de una manera congruente a nivel internacional, para generar proyecciones financieras para un emisor en específico, acorde con las metodologías de Fitch que se emplean en comités de calificación. El modelo no emplea técnicas de modelado estadístico ni se aplica ningún supuesto de proyección estándar.

El modelo InForM podría no aplicarse cuando Fitch requiera ajustar la estructura del balance general (por ejemplo, cuando una gran porción de las necesidades de negocio necesita ser desconsolidada o parcialmente desconsolidada), en cuyo caso las proyecciones se producirán usando un enfoque adaptado.

Modelo COMFORT

El modelo COMFORT usualmente se emplea cuando una opinión crediticia proforma de mediano plazo es adecuada, dada la estrategia administrativa en evolución del emisor y sus políticas financieras.

Tanto el modelo InForM como el COMFORT pueden emplearse indistintamente mientras estos no produzcan resultados significativamente distintos (por ejemplo, el uso de un modelo frente al del otro no se espera que resulte en una evaluación distinta de la calificación, perspectiva o factor clave de calificación).

Para obtener una descripción del Modelo COMFORT, consulte la “Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas”.

Modelos de Terceros

Debido a la naturaleza idiosincrásica y compleja de las transacciones y los emisores, Fitch también puede utilizar modelos de terceros proporcionados por el emisor y sus agentes, si reflejan mejor las diversas características individuales del crédito. La agencia considera la

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

Uso de Modelos

Los modelos utilizados en el financiamiento de proyectos e infraestructura que proyectan flujos de efectivo operativos, liquidez disponible, saldos de la deuda, servicio de deuda e indicadores financieros resultantes. Estos modelos no son estocásticos. Fitch puede modificar los supuestos del patrocinador/administración del caso en su base y casos de calificación como parte de su proceso analítico. Los modelos permiten sensibilidades de factores únicos y combinados para evaluar el posible impacto en la habilidad de servir la deuda.

Supuestos Relacionados con el Crédito

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

Aplicación de los Supuestos

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

Importancia de los Resultados de los Modelos

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

Análisis de Pares

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

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

Aun si una transacción alcanza las métricas financieras indicativas para un nivel específico de calificación, otros factores pueden limitarlo a una calificación más baja. Factores tales como patrocinadores débiles, riesgo técnico excesivo, exposición mercantil parcial, contrapartes subgrado de inversión u otras evaluaciones de factores de riesgo clave podrían respaldar una

calificación más baja. Por el contrario, podrían presentarse factores que apoyen una calificación más alta, tales como protecciones contractuales excepcionalmente fuertes, un entorno positivo de la industria o una dinámica del mercado que reduzca una potencial volatilidad de precios o de costos. Las transacciones que de alguna manera cumplen con los atributos indicativos específicos para un nivel de calificación, pero con métricas financieras inferiores a las indicadas para un nivel de calificación, se evalúan con base en las circunstancias particulares del proyecto.

Seguimiento

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

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

Sensibilidad de los Supuestos de Calificación

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

Riesgo de Conclusión

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

Riesgo de Ingresos

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

Riesgo de Operación

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

Desarrollo y Renovación de Infraestructura

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

Estructura de Deuda

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

Perfil Financiero

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

Variaciones Metodológicas

Las metodologías de Fitch están diseñadas para ser utilizadas en conjunto con un juicio analítico experimentado ejercido a través del proceso de un comité de calificación. La combinación de metodologías transparentes, un juicio analítico aplicado transacción por transacción o emisor por emisor, y la divulgación completa mediante un comentario de acción de calificación fortalecen el proceso de calificación de Fitch, al mismo tiempo que contribuyen a la comprensión, por parte de los participantes del mercado, del análisis detrás de las calificaciones de la agencia. Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de esta metodología para reflejar los riesgos de una transacción o un emisor en específico. A estos ajustes se les denomina variaciones. Todas las variaciones serán dadas a conocer en los respectivos comentarios de acción de calificación, incluido su impacto sobre la calificación cuando corresponda. Una variación puede ser aprobada por un comité de calificación cuando el riesgo, aspecto u otro factor relevante para la asignación de calificación, al igual que la metodología aplicada para ello, estén incluidos dentro del alcance de la metodología, pero el análisis descrito en la misma requiera modificarse con el fin de contemplar factores específicos para la transacción o emisor en particular.

Limitaciones

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

Divulgación de la Metodología

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

- factores clave de las calificaciones y su evaluación;
- métricas financieras;
- análisis de pares;
- supuestos analíticos principales;
- sensibilidad de las calificaciones.
- elementos analíticos utilizados en el proceso de calificación que pertenecen a la “U.S. Public Finance Tax-Supported Rating Criteria”, la “Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales”, la “Metodología de Calificación de Entidades Respaladas por Ingresos del Sector Público” o la “Metodología de Calificación de Corporativos”; “Metodología de Calificación de Entidades Respaladas por Ingresos del Sector Público”; “Metodología de Tratamiento y Escalonamiento de los Instrumentos Híbridos de Empresas Corporativas” y partes relevantes de metodologías de sector específico cuando apliquen, como menciona la sección del marco.

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

Apéndice A

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

Evaluación	Estructura de la Deuda	Desarrollo y Renovación de la Infraestructura
Fuerte	<ul style="list-style-type: none"> Clasificación preferente Deuda totalmente amortizable Paquete de obligaciones exhaustivo y robusto Covenants de retención prospectivos y retrospectivos a los dividendos, establecidos en niveles significativos. Riesgo financiero con cobertura completa / ningún riesgo financiero sin cobertura Liquidez dedicada al servicio de la deuda, incluidas las reservas mayores o iguales a los próximos 12 meses de servicio de deuda (excluida la deuda <i>bullet</i>) Paquete de garantías integral y fuerte Sin disposiciones de riesgo en la estructura de la transacción 	<ul style="list-style-type: none"> Activos/instalaciones modernas, con muy buen mantenimiento, con riesgo de obsolescencia limitado Capacidad por encima de las proyecciones a mediano plazo Las necesidades de mantenimiento a corto y largo plazo, los plazos y la planeación de capital están altamente definidos, con contrapartes con experiencia y diálogo con los usuarios/autoridades Ninguna obligación de desarrollo contractual o plan de gasto de capital tiene una flexibilidad significativa en el plan de implementación Acceso a niveles de exceso de flujo de efectivo o demostración clara de acceso a financiamiento externo para cubrir más allá de lo requerido
Medio	<ul style="list-style-type: none"> Deuda de segunda prioridad con subordinación limitada Acceso al mercado demostrado; activos diversificados o de duración indefinida; amortización no completa; estrategia sólida para manejar el riesgo de refinanciamiento; vencimientos escalonados Paquete de obligaciones adecuado Condiciones retroactivas y/o prospectivas para distribución de dividendos establecidas en un nivel adecuado Hasta 20% de riesgo financiero no cubierto Liquidez dedicada al servicio de la deuda o líneas de crédito corporativo, incluidas reservas mayores o iguales a los próximos seis meses de servicio de la deuda (excluida deuda <i>bullet</i>) Paquete de garantías adecuado y/o garantía negativa fuerte Con características limitadas de disposiciones diferidas en la estructura de la transacción 	<ul style="list-style-type: none"> Activo/instalaciones con buen mantenimiento y con riesgo potencial de obsolescencia La capacidad instalada requiere una expansión o renovación limitada para cumplir con los pronósticos a mediano plazo dentro de la experiencia de los emisores Los planes de mantenimiento a corto y largo plazo están definidos, aunque la planeación de tiempos y de capital es incierta, contrapartes con experiencia moderada; existe cierto diálogo con los usuarios/autoridades Las obligaciones contractuales de desarrollo son limitadas en alcance o el plan de gasto de capital tiene cierto grado de flexibilidad en el despliegue Niveles moderados de exceso de flujo de efectivo o alguna evidencia de acceso a financiamiento externo, pero no se cubren los requisitos de cobertura
Débil	<ul style="list-style-type: none"> Profundamente subordinado Historial de acceso al mercado nulo o limitado; activo de vida limitada o en una sola ubicación; vencimiento tipo <i>bullet</i> o con amortización parcial; balance de efectivo limitado; vencimientos altamente concentrados Paquete de obligaciones nulo o muy limitado Covenant de retención de dividendos prospectivas y/o retrospectivas a un nivel muy bajo o inexistente Más de 20% del riesgo financiero no cubierto Liquidez dedicada al servicio de la deuda, incluidas las reservas, inferiores a los próximos seis meses (excluyendo deuda <i>bullet</i>) Paquete de garantías nulo o limitado/cobertura negativa débil Riesgo elevado de disposiciones aplazadas en la estructura de la transacción 	<ul style="list-style-type: none"> Activo/instalaciones mal mantenidos, con alta probabilidad de riesgo de obsolescencia La capacidad instalada requiere una gran expansión o renovación para cumplir con los pronósticos a mediano plazo y/o se encuentra muy lejana de acuerdo a la experiencia de los emisores Las necesidades de mantenimiento a corto y largo plazo, el tiempo y la planeación del capital son indefinidos y poco claros, con antecedentes de mantenimiento diferido y/o sobrecostos, contrapartes sin experiencia, y sin diálogo con usuarios/autoridades Obligaciones contractuales grandes, en alcance, de desarrollo o del plan de gasto de capital, sin flexibilidad en el plan de implementación Niveles limitados de exceso de flujo de efectivo o sin demostrado acceso a financiamiento externo y no puede cubrir lo requerido

Fuente: Fitch Ratings.

Apéndice B: Definiciones para Métricas Financieras

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

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

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

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

Razón de Cobertura del Servicio de Deuda

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

Razón de Cobertura de Intereses (RCI)

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

Razón de Cobertura de Intereses después de Mantenimiento (RCIDM)

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

Razón de Apalancamiento

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

Razón de Cobertura de la Vida del Proyecto (RCVP)

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

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

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

Razón de Cobertura de la Vida del Crédito (RCVC)

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

Servicio de Deuda Máximo Anual (SDMA)

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

Deuda Neta sobre Base de Activos Regulados

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

Arrendamientos Operativos y Financieros/De Capital

Los pagos efectuados bajo arrendamientos operativos y financieros o de capital, usualmente se consideran gastos de operación. Sin embargo, cuando sea apropiado y de relevancia para el análisis, en situaciones en que el arrendamiento efectivamente refleje la adquisición de un activo de capital de largo plazo, mismo que sea un componente vital para el negocio subyacente y que tenga una vida útil remanente de largo plazo, Fitch considerará que el arrendamiento financiero o de capital es equivalente a deuda.

Apéndice C

Resumen de Riesgo Contraparte

Tipo de Contraparte	Rol y Relevancia	Plazo de Relevancia	Influencia Probable en la Calificación
Constructor	<ul style="list-style-type: none"> Entidades contratadas para completar la construcción del proyecto a tiempo y dentro del presupuesto, para permitir la generación de ingresos (demanda o pago por disponibilidad) Los ejemplos incluyen contratistas de diseño y construcción, constructores de ingeniería-adquisición-construcción 	<ul style="list-style-type: none"> Período de construcción 	<ul style="list-style-type: none"> Evaluaciones de atributos cualitativos en niveles "fuerte" o "medio" o desempeño/garantía de liquidez pueden mejorar la calidad crediticia del proyecto por encima de la del constructor Sin embargo, las evaluaciones de atributos cualitativos Débiles pueden restringir las calificaciones a niveles por debajo de la calidad crediticia del constructor Ver "Metodología de Calificación de Riesgo de Conclusión" para mayor detalle
Operador	<ul style="list-style-type: none"> Entidades contratadas para operar proyectos bajo acuerdos relevantes Los ejemplos incluyen puertos, plantas de energía y operadores de gas natural licuado 	<ul style="list-style-type: none"> Puede ser deuda de corto, mediano o plazo total del proyecto 	<ul style="list-style-type: none"> La calificación puede estar limitada a la calidad crediticia del operador si los reemplazos no están disponibles Estreses a los costos (operación y/o mantenimiento mayor) o las deducciones de ingresos relacionadas para reflejar los riesgos de desempeño/reemplazo/renovación
Proveedor	<ul style="list-style-type: none"> Partes que realizan aportes críticos para operaciones exitosas Los ejemplos incluyen gas natural/combustible, partes de repuesto, turbinas, paneles solares, rotación de inventarios 	<ul style="list-style-type: none"> Puede ser relevante al inicio del proyecto durante los períodos de construcción y operación Puede ser relevante durante el plazo completo de la deuda del proyecto 	<ul style="list-style-type: none"> La calificación puede estar limitada a la calidad crediticia del proveedor si los reemplazos no están disponibles Estreses sobre costos relacionados a costos y disponibilidad para reflejar los riesgos de desempeño/reemplazo/renovación
Ingresos	<ul style="list-style-type: none"> Partes bajo obligación contractual, sujetas a los términos del acuerdo del proyecto, para respaldar los ingresos totales o parciales del proyecto Los ejemplos incluyen garantes de asociaciones público-privadas, compradores, aerolíneas, líneas navieras, arrendadores de instalaciones 	<ul style="list-style-type: none"> Puede ser relevante al inicio del proyecto durante los períodos de construcción y operación Puede ser relevante durante el plazo completo de la deuda del proyecto 	<ul style="list-style-type: none"> La calificación puede estar limitada a la calidad crediticia de la contraparte de ingresos Estreses a los ingresos del proyecto para reflejar la volatilidad de la demanda, fijación de precios o desempeño
Financieras	<ul style="list-style-type: none"> Entidades financieras que tienen un impacto sustancial en la estructura de deuda y los flujos de efectivo del proyecto Los ejemplos incluyen proveedores de cobertura/swaps, líneas de crédito utilizadas para cumplir con los requisitos de capital o reserva, inversores, garantes financieros/de garantía, proveedores de seguros 	<ul style="list-style-type: none"> Puede ser relevante al inicio del proyecto durante los períodos de construcción y operación Puede ser relevante durante el plazo completo de la deuda del proyecto 	<ul style="list-style-type: none"> La calificación puede estar limitada a la calidad crediticia de la contraparte financiera Estreses o interrupciones en los flujos de caja

Fuente: Fitch Ratings

Apéndice D: Factores que Distinguen entre Calificaciones de Corto Plazo

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

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

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

No bajaríamos automáticamente la calificación de corto plazo a la línea base si un emisor presenta planes claros para rectificar su posición de liquidez, en caso de que su índice de liquidez cae por debajo del umbral en el año externo definido en la tabla inferior "Umbrales para Calificaciones de Corto Plazo Más Altas - Infraestructura y Financiamiento de Proyectos". Del mismo modo, no consideraríamos subir la calificación si pensáramos que las razones de un índice de liquidez fuerte son de naturaleza temporal.

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

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

Fuente: Fitch Ratings

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

- Efectivo disponible del año anterior + líneas de crédito comprometidas disponibles + flujo de fondos libre del año actual si es positivo
- Líneas de deuda y crédito con vencimiento en el año actual + flujo de fondos del año actual si es negativo

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

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

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

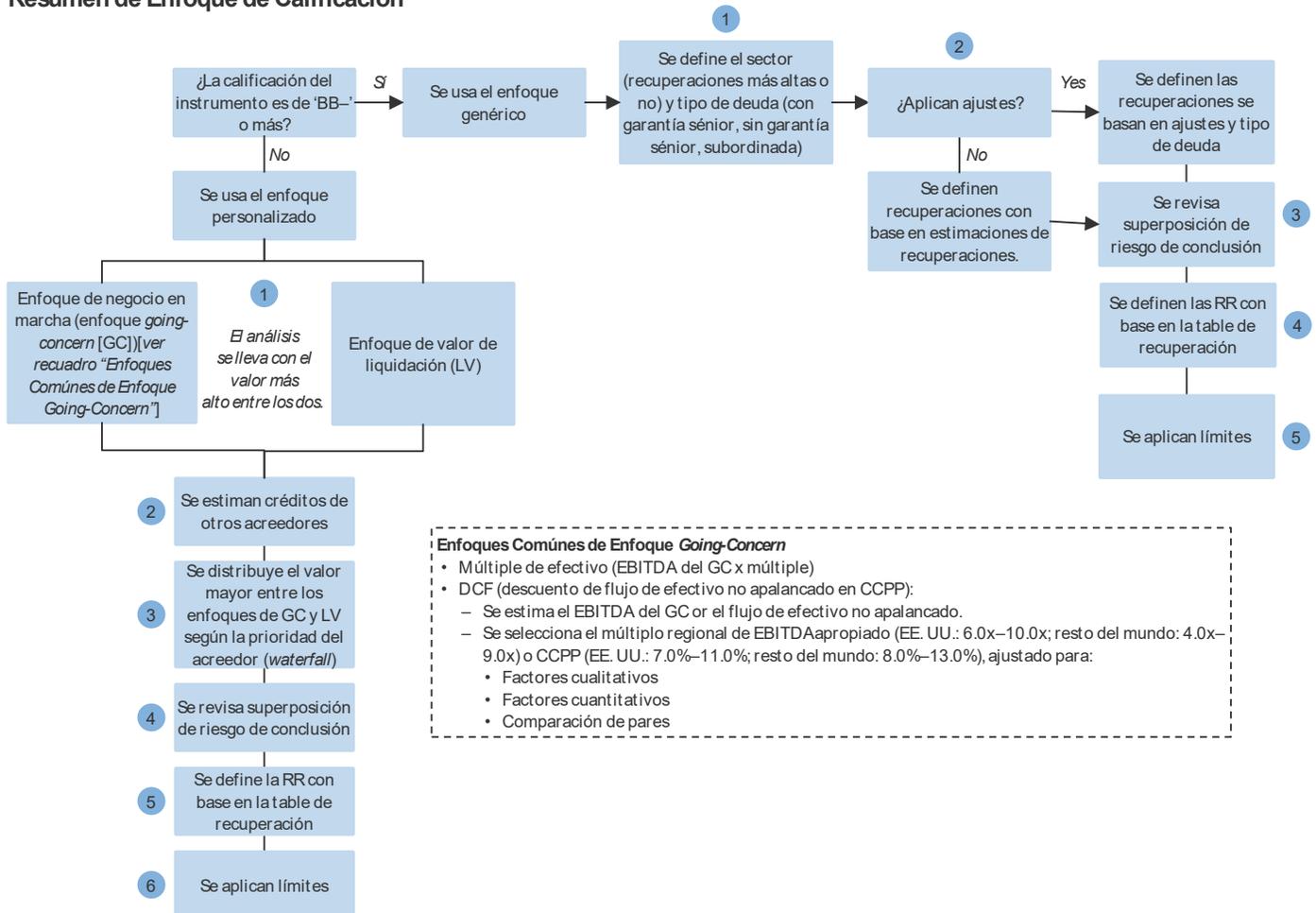
Fuente: Fitch Ratings

Apéndice E: Calificación de Recuperación

Este marco aplica cuando se solicita a Fitch que proporcione información adicional sobre las perspectivas de recuperación probables y las RR correspondientes, en caso de incumplimiento para instrumentos de calificaciones de los emisores de financiamiento de infraestructura y proyectos. Las RR asignadas no influyen en la calificación del instrumento, la cual seguirá basándose en la vulnerabilidad al incumplimiento. Los niveles de calificación comentados en este apéndice se refieren a la escala internacional de calificación crediticia de Fitch o a su equivalente en el caso de calificaciones de escala nacional, utilizando la tabla de correspondencia aplicable.

- **Enfoque:** Fitch emplea dos metodologías distintas para asignar la RR, dependiendo de la calificación del instrumento: un enfoque a la medida y un enfoque genérico;
- **Bandas (rangos) de RR:** Fitch divide el espectro de porcentajes de recuperación de 0% a 100% en seis categorías o RR;
- **Aplicación de Límites por País:** Fitch aplica límites por país a los RR en función de la buena voluntad (o la falta de) de las jurisdicciones hacia los acreedores y a la exigibilidad de las garantías en caso de incumplimiento de acuerdo a la metodología "Country-Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria".

Resumen de Enfoque de Calificación



RR – Calificación de recuperación – *recovery rating*. DCF – Flujo de efectivo descontado; *discounted cash flow*. CCPP – Costo de capital promedio ponderado. Nota: Todas las asignaciones y *notching* de RR están sujetos a la metodología "Country-Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria".
Fuente: Fitch Ratings

Marco Analítico – Enfoque a la Medida frente a Enfoque Genérico

Enfoque a la Medida

Este enfoque se aplica a los instrumentos con calificaciones de B+ y menores, pues las perspectivas de recuperación son más significativas para los inversionistas. Para cada instrumento, Fitch calcula la recuperación estimada en caso de incumplimiento y asigna una banda de porcentaje de RR, evaluada de 'RR1' a 'RR6'. En el enfoque a la medida, Fitch estima el valor disponible para los acreedores por medio de una perspectiva de negocio en marcha (GC; *going-concern*) o de liquidación. El análisis de recuperación de Fitch utilizará el mayor del valor del negocio (VN) GC o el valor de liquidación (VL); este valor se distribuye entre las diferentes clases de acreedores, acorde a su nivel de prioridad. Esto impulsa la RR asignada a la calificación del instrumento. A continuación, se describe con mayor detalle el enfoque de Fitch.

Límites de RR para Enfoque a la Medida

En el enfoque a la medida, Fitch aplica ciertos límites a la deuda no garantizada y subordinada, además de límites por país a los RR en función de la buena voluntad (o la falta de) en las jurisdicciones hacia los acreedores y a la exigibilidad de las garantías, en caso de incumplimiento de acuerdo a la metodología "Country-Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria".

Enfoque Genérico

Este enfoque se aplica a los instrumentos con calificaciones de BB- y mayores, para las cuales Fitch utiliza un enfoque que refleja supuestos genéricos sobre recuperaciones en vez de recuperaciones específicas del emisor. La evidencia histórica muestra que algunos sectores de infraestructura se pueden ver beneficiados por recuperaciones por arriba del promedio en caso de incumplimiento. En este apéndice, se hace referencia a estos sectores como "sectores de mayor recuperación" y se incluyen servicios públicos contratados y proyectos basados en la disponibilidad en operaciones.

Límites de RR para Enfoque Genérico RR

En el enfoque genérico, Fitch aplica ciertos límites a través de los diferentes gravámenes en la estructura de capital. Al igual que en el enfoque a la medida, también aplica límites por país de acuerdo a la metodología "Country-Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria".

Marco Analítico para Instrumentos con Calificación BB- o Mayor

De acuerdo con el enfoque genérico para la calificación de instrumentos de BB- o mayor, Fitch establecerá las RR refiriéndose, mayormente, a las recuperaciones históricas acumuladas en el mercado de infraestructura, ajustadas para reflejar algunas características sobresalientes de cada transacción individual. Se pueden aplicar límites por país y otras restricciones, como se explica con más detalle a continuación.

Los valores de recuperación esperados más elevados en los sectores de mayor recuperación se basan en observaciones de incumplimientos y quiebras reales en estos sectores y sus resultados, aunque son relativamente escasos, así como en sus características económicas comunes. Estas características incluyen bases de activos y franquicias de estilo monopolio natural con barreras de entrada de costo extraordinarias, planeación e inversión para competidores, donde la competencia está permitida; tarifas reguladas y dependencia alta de los clientes en los servicios; la naturaleza esencial de los servicios; escasa o nula exposición a riesgos de precio y volumen de las mercancías; y solo cambios no representativos en el flujo de efectivo y en la estructura de capital en el curso de un ciclo empresarial. Por ejemplo, los proyectos con pagos por disponibilidad suelen entrar en esta definición.

A continuación, se encuentra la descripción de los pasos que Fitch seguirá para asignar RR a las calificaciones de instrumentos de BB- o mayores.

Paso 1 – Seleccionar Punto de Partida Adecuado de Recuperación

El punto de partida se establecería observando las recuperaciones acumuladas en el mercado de infraestructura en conjunto, basándose en la tabla de "Estimaciones de Recuperación Base para Infraestructura" a continuación.

Estimaciones de Recuperación Base para Infraestructura

(%)	Principal Garantizada	Principal No Garantizada	Subordinada
Sectores de Mayor Recuperación	80	55	5
Todos los Demás Sectores	65	45	5

Fuente: Fitch Ratings

El concepto de deuda “sénior garantizada” se refiere a la deuda sin obligación de rango previo significativo y con garantía de primer gravamen sobre activos reales o derechos de concesión/recuperaciones. La deuda “sénior no garantizada” se refiere a la deuda sin obligación de rango previo significativo pero que carece de un paquete de garantías sólido. La deuda subordinada se refiere a la obligación de deuda contractualmente subordinada a la deuda principal (ya sea garantizada o no), a menos de que la deuda de rango anterior sea limitada.

En el caso de una estructura de capital de varios niveles, con más de un gravamen de deuda garantizada, Fitch aplicará las estimaciones de recuperación base de la deuda principal no garantizada al segundo gravamen de la deuda garantizada y aplicará las estimaciones de recuperación base de la deuda subordinada al tramo de deuda más inferior. En la medida en que existan otros tramos intermedios, Fitch determinará “caso por caso” en las recuperaciones base aplicables.

Paso 2 – Aplicar Ajustes

Los ajustes tienden a tomar en cuenta algunas características específicas de las transacciones en las RR. Estas incluyen principalmente las siguientes. No obstante, los comités de calificación de Fitch tienen la discrecionalidad de usar otros ajustes analíticamente apropiados, de manera independiente o en conjunto con los principales, que están claramente expresados y soportados por los fundamentos de la RR.

Enfoque Genérico — Tabla de Ajustes Principales

Características de la Transacción	Características contractuales inusuales e importantes relacionadas, por ejemplo, con las disposiciones del contrato, contraparte fuerte/débil o estructura del activo/transacción. El alza suele estar limitada a +10 puntos porcentuales y no hay límites para el ajuste a la baja.
Disposiciones de Terminación	Basado en un escrutinio de las disposiciones de terminación del contrato y el apoyo de la regulación. Esto puede definir el proceso/tiempo y la contraparte responsable del pago de la terminación, incluyendo cualquier posible piso o tope. Fitch también revisaría el historial de casos similares. Los ajustes al alza y a la baja son ilimitados.
Estructura del Emisor	Toma en cuenta a ubicación de la deuda en una estructura de grupo. La deuda de la compañía tenedora suele tratarse como deuda subordinada, a menos que haya una deuda limitada de rango anterior a nivel de la compañía operadora.

Fuente: Fitch Ratings

Paso 3 – Superposición de Riesgo de Conclusión

Para los proyectos que presentan un riesgo de conclusión significativo, Fitch también estima las perspectivas de recuperación en caso de que un proyecto incumpla durante la fase de construcción. Las perspectivas de recuperación durante la construcción dependerían principalmente de la evaluación de Fitch de los atributos cualitativos del proyecto y del análisis del incumplimiento y garantía del contratista de acuerdo con la “Metodología de Calificación de Riesgo de Conclusión”, como se explica con más detalle en la sección “Marco Analítico para Instrumentos con Calificación B+ y Menor” en la página siguiente.

Paso 4 – Asignar RR

Fitch convertirá la recuperación estimada en una RR utilizando la siguiente tabla.

Tabla de Recuperación

Calificación de Recuperación	Recuperación Estimada (%)
RR1	91-100
RR2	71-90
RR3	51-70
RR4	31-50
RR5	11-30
RR6	0-10

Fuente: Fitch Ratings

Paso 5 – Aplicar Límites

La deuda principal no garantizada se limita a "RR3" y la deuda subordinada se limita a "RR5".

Por último, Fitch también aplican límites por país, de acuerdo a la metodología "Country-Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria".

Marco Analítico para Instrumentos con Calificación B+ y Menor

Fitch aplica un análisis a la medida para asignar RR a instrumentos calificados en B+ y menores. Este análisis a la medida incluye una estimación del VN o VL posterior a la reestructuración, una estimación de los créditos de otros acreedores y la asignación del mayor del VN o VL a acreedores de acuerdo a la antigüedad relativa de sus créditos. Se pueden aplicar límites por país y otras restricciones, como se explica con más detalle a continuación.

Paso 1 – Estimar VN o VL Posterior a la Reestructuración

Fitch estima el valor disponible para los acreedores por medio de un enfoque GC o de liquidación. Fitch asume que cuando el valor GC estimado de un emisor es mayor que su LV, se espera que la empresa intente reorganizarse y continuar operando. Aplicaremos el enfoque de VL únicamente cuando una liquidación de activos dé lugar a un mayor rendimiento para los acreedores.

El enfoque del VL suele hacer referencia al valor contable de los activos del balance general, descontados, para estimar el total de la liquidación en un hipotético proceso de liquidación. Para proyectos bajo el régimen de concesión, el VL sería igual al valor calculado según las disposiciones de terminación pertinentes (insolencia, incumplimiento grave de obligaciones del concesionario, fuerza mayor, interés público, etc.). Los comités de calificación pueden decidir aplicar descuentos adecuados en función a los términos incluidos en las cláusulas de terminación, la contraparte que debe realizar el último pago y su historial en casos similares.

Fitch calcula el VN posterior a la reestructuración de muchas maneras. Los enfoques más comunes serían el método de efectivo múltiple o el flujo de efectivo descontado (FED). Los métodos alternativos pueden incluir la valoración de activos intercambiados, o cualquier otro método de valoración que el comité considere apropiado.

GC Posterior a la Reestructuración – Enfoques en VN

	Efectivo Múltiple	FED
Alcance	Proyectos con vida perpetua o concesiones a largo plazo	Proyectos típicamente con una vida finita o concesiones a corto plazo
Parámetros Clave	<p>Incluye dos elementos:</p> <ul style="list-style-type: none"> Análisis EBITDA del GC: Diseñado para ser una estimación conservadora pero realista del EBITDA que, en última instancia, sería utilizada por los acreedores y compradores potenciales para valorar una empresa después de un periodo de incumplimiento y recuperación. El EBITDA del GC típicamente no incluye los dividendos de las filiales ni intereses minoritarios, cuyo valor se añadiría por separado al VN del GC emisor posterior a la reestructuración. Aplicación de la Selección Múltiple: Aplicamos un múltiplo que refleja las características financieras y operacionales individuales de un negocio, la dinámica de la industria y datos de entidades comparables dentro de la banda regional: <ul style="list-style-type: none"> EE. UU.: 6.0x–10.0x, con un punto medio de 8.0x; Resto del mundo: 4.0x–9.0x, con un punto medio de 6.5x. El uso de un múltiplo fuera del rango regional constituiría una variación de criterios y se daría a conocer en la investigación por parte de Fitch al emisor. 	<p>Incluye dos elementos:</p> <ul style="list-style-type: none"> Análisis de Flujo de Efectivo No Apalancado del GC: Diseñado para ser una estimación conservadora pero realista de los flujos de efectivo no apalancados hasta el final de la concesión que, en última instancia, sería utilizada por los acreedores y compradores potenciales para valorar una empresa después de un periodo de incumplimiento y recuperación. El flujo de efectivo no apalancado del GC típicamente también incluye los dividendos de las filiales o intereses minoritarios (de ser necesario) cuyo valor se incluiría en el VN del GC emisor posterior a la reestructuración. Aplicación de Selección CCPP: Aplicamos un CCPP que refleja las características financieras y operacionales individuales de un negocio, la dinámica de la industria y datos de entidades comparables dentro de la siguiente banda regional: <ul style="list-style-type: none"> EE. UU.: 7%–11%, con un punto medio de 9%; Resto del mundo: 8%–13%, con un punto medio de 10.5%. El uso de un CCPP fuera del rango regional constituiría una variación de criterios y se daría a conocer en la investigación de Fitch del emisor.

GC – Negocio en marcha (*going-concern*). VN – Valor del negocio. FED – Flujo de efectivo descontado. CCPP– Costo de capital promedio ponderado.

Fuente: Fitch Ratings.

Selección y Aplicación Múltiple/CCPP

Fitch utiliza la herramienta de "premisa múltiple/CCPP" para asumir un múltiplo de efectivo/CCPP razonable dentro de los rangos regionales pertinentes. El punto medio regional es el punto de partida. La herramienta de premisa de múltiple/CCPP tiene tres factores clave

que guían a los analistas hacia una premisa múltiple/CCPP en el límite inferior o cerca de este, el punto medio o la parte superior del rango regional. La influencia relativa de cada factor clave varía en función de las características individuales del emisor. El resultado de cada factor clave se basa en una evaluación de sus respectivos subfactores. Los analistas asignan mayor importancia a cualquiera de los factores o subfactores clave que tenga más peso en el resultado general. Cada factor o subfactor clave debe ser evaluado, cuando sea necesario, dependiendo de las características de la transacción única.

Un extracto de los factores y subfactores que Fitch considera para la herramienta de premisa múltiple/CCPP puede encontrarse en la siguiente tabla.

Herramienta de Premisa Múltiple/CCPP de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos

Factores de Riesgo Clave	Múltiplo Bajo/CCPP Alto	Múltiplo Medio/CCPP Medio	Múltiplo Alto/CCPP Bajo
Factores Cualitativos			
Riesgo de Ingresos	Evaluación de Riesgo de Ingresos Débil	Evaluación Media de Riesgo de Ingresos	Evaluación de Riesgo de Ingresos Fuerte
Volumen	Evaluación de Riesgo de Volumen Débil	Evaluación Media de Riesgo de Volumen	Evaluación de Riesgo de Volumen Fuerte
Precio	Evaluación de Riesgo de Precio Débil	Evaluación Media de Riesgo de Precio	Evaluación de Riesgo de Precio Fuerte
Riesgo de Operación	Evaluación de Riesgo de Operación Débil	Evaluación Media de Riesgo de Operación	Evaluación de Riesgo de Operación Fuerte
Riesgo de Contraparte	Evaluación de Riesgo de Contraparte Débil	Evaluación Media de Riesgo de Contraparte	Evaluación de Riesgo de Contraparte Fuerte
Riesgo de Desarrollo y Renovación de Infraestructura	Evaluación de Riesgo de Desarrollo y Renovación de Infraestructura Débil	Evaluación Media de Riesgo de Desarrollo y Renovación de Infraestructura	Evaluación de Riesgo de Desarrollo y Renovación de Infraestructura Fuerte
Factores Cuantitativos			
Plazo de la Concesión	Corto plazo	Mediano plazo	Largo plazo o perpetuo
Margen EBITDA/FEDSD (Excluyendo Capex)	Débil, debajo de entidades comparables, inadecuado para mantener operaciones	Medio	Fuerte y/o que regularmente supera a entidades comparables
Flexibilidad Financiera	Poca capacidad para ajustar gastos de operación y gastos de capital para variaciones en la demanda	Estructura de opex/capex moderadamente flexible	Estructura de opex/capex flexible que puede ser ajustada fácilmente a las fluctuaciones en la demanda
Análisis de Entidades Comparables			
Intercambio entre Entidades Comparables Múltiples	La empresa o entidades comparables cercanas negocian con descuento frente a las medianas intersectoriales	La empresa o entidades comparables cercanas negocian en línea con el mercado intersectorial	La empresa o entidades comparables cercanas negocian regularmente a múltiples ricos frente al índice intersectorial
Comparables de Transacciones Precedentes de Fusiones y Adquisiciones	Empresa o entidades comparables cercanas adquiridas en múltiplo bajo/CCPP alto	Empresa o entidades comparables cercanos adquiridos en múltiplo/CCPP cercanos a la mediana para el mercado o en relación a un grupo de entidades comparables del sector grande y homogéneo	Empresa o entidades comparables cercanas adquiridos en múltiplo alto/CCPP bajo en comparación con el mercado general.
Datos de Casos de Quiebra	Empresas similares reorganizadas, relativamente, en múltiplo bajo/CCPP bajo en comparación con la mediana intersectorial	Resultados de casos comparables cercanos a la mediana intersectorial de múltiplo/CCPP o existe una falta de datos de casos comparables	Entidades comparables cercanas reorganizadas en múltiplo alto/CCPP bajo en comparación con el resultado intersectorial

CCPP - Costo de capital promedio ponderado.

Fuente: Fitch Ratings

Alternativas a Métodos de Flujo de Efectivo/FED

Los comités de calificación tienen la capacidad de utilizar métodos de valoración alternativos analíticamente apropiados que estén claramente articulados y respaldados en los fundamentos de las RR. Por ejemplo, otro método aplicable podría ser la valoración de activos intercambiados para proyectos, en los que los flujos de efectivo están respaldados en última instancia por activos propios u operados que se negocian activamente en los mercados de valores o que se compran y venden con frecuencia (por ejemplo, proyectos cuyos flujos de efectivo están respaldados por reservas de petróleo y gas, propiedades inmobiliarias, negocios de torres o activos energéticos comerciales).

Paso 2 – Estimación de Créditos de Otros Acreedores

Fitch distingue los créditos de los deudores de los de otros acreedores y suele eliminar estos últimos de la valoración determinada en el “Paso 1 – Estimar VN o VL Posterior a la Reestructuración”. A continuación, se presentan algunos ejemplos de los créditos de otros acreedores que Fitch suele descontar del VN/VL posterior a la reestructuración.

Los créditos de otros acreedores suelen tomarse a medida que se deteriora la calidad crediticia, y son necesarias para el proceso de reorganización y se benefician de la prioridad en el marco del código de quiebra mercantil pertinente. Entre ellos suelen figurar: (i) los créditos renovables; (ii) los créditos prioritarios y administrativos; (iii) los créditos relacionados con los arrendamientos; (iv) la premisa de concesiones; (v) las obligaciones de pensiones y otras prestaciones post-empleo; y (vi) otros créditos no relacionados con la deuda y contingentes.

El valor neto estimado se distribuiría según el “Paso 3 – Distribuir el Mayor del VN o VL Según su Prioridad” que se indica a continuación.

Paso 3 – Distribuir el Mayor del VN o VL Según su Prioridad

El valor estimado neto se asigna a los deudores en función de la antigüedad relativa de sus créditos (de cascada, en los que el excedente de recuperación sobre el crédito de mayor antigüedad, si lo hay, fluye hacia abajo a la siguiente prioridad).

La cascada no solo se ve afectada por la prioridad relativa de los instrumentos de un emisor determinado, sino también por la subordinación estructural. En los casos en los que existen múltiples entidades operativas con operaciones presuntamente independientes, Fitch establece la valoración y los créditos a nivel de entidad y considera los valores residuales como disponibles para los acreedores de las entidades matrices o filiales.

En cuanto al tratamiento de los saldos de efectivo, la hipótesis general es que el efectivo y los equivalentes de efectivo en el balance general se disipan antes de la quiebra mercantil o durante el proceso, a menos de que el efectivo se mantenga en una cuenta específica designada para el repago de la deuda y separada del resto del efectivo en el balance general del emisor.

Paso 4 – Superposición de Riesgo de Conclusión

Para proyectos que presentan un riesgo de construcción significativo, Fitch también estima las perspectivas de recuperación en caso de que un proyecto incumpla durante la fase de construcción. Las perspectivas de recuperación durante la construcción se basarían en la estimación más apropiada de los sobrecostos, fondos disponibles netos para hacer frente a estos sobrecostos, comparados con los instrumentos de financiamiento sobresalientes.

La estimación de los sobrecostos sería impulsada por la puntuación del riesgo de conclusión del proyecto, según la “Metodología de Calificación de Riesgo de Conclusión”, asignada durante el proceso de calificación de la probabilidad de incumplimiento. Una evaluación más sólida generalmente daría como resultado una estimación de sobrecostos de 30% con respecto a los costos de construcción originales, mientras que una evaluación media daría lugar a una estimación de 50% y una evaluación menos sólida daría lugar a una estimación de 60%.

Los fondos disponibles, principalmente la garantía de cumplimiento y la garantía líquida, se aplicarían para mitigar los sobrecostos estimados. Se pueden hacer ajustes en las garantías de rendimiento y liquidez para reflejar las cantidades ya utilizadas o la limitación de su aplicabilidad. El análisis de Fitch asume que no quedarían fondos propios de la transacción original ni efectivo para cubrir los costos adicionales.

Además de lo anterior, para los instrumentos con calificación de B+ y menor (enfoque a la medida), Fitch también examinaría cualquier información actual disponible relacionada; por ejemplo, con la estimación actualizada de los costos de construcción o las compensaciones de liquidez. Por tanto, en el marco del enfoque a la medida, los comités de calificación podrán ajustar la estimación del estrés financiero causado por sobre costos, mencionada anteriormente, según su criterio, para reflejar mejor la información disponible en caso de que el proyecto esté experimentando dificultades de construcción.

Una vez estimado, el déficit neto de costos de construcción se asigna para reducir el valor disponible para los acreedores, en orden inverso a la antigüedad de cada instrumento de deuda, si aplica.

En el caso de una estructura de capital de varios niveles, con más de una antigüedad de deuda, Fitch aplicará primero el déficit de costos de construcción netos al instrumento de deuda de menor antigüedad. En la medida en que esto sea insuficiente para cubrir el déficit neto de construcción, Fitch aplicará el déficit remanente al segundo instrumento de deuda de menor antigüedad. La estimación de recuperación es el valor residual del proyecto asignado a cada instrumento de deuda.

La RR asignada se alinearán con la estimación de recuperación más conservadora en caso de (i) incumplimiento durante la fase de construcción; o (ii) incumplimiento durante la fase de operación.

Paso 5 – Asignar RR

Fitch utilizará la tabla de recuperación descrita en la sección de “Marco Analítico para Instrumentos con Calificación BB- o Mayor” para asignar un RR.

Paso 6 – Aplicar Límites

Los RR de deuda no garantizada tienen un límite de ‘RR2’, siendo posible ‘RR1’ para los instrumentos de deuda de un emisor con un puesto estructuralmente superior dentro de un grupo empresarial de varios niveles; es contractualmente superior en una estructura de capital de varios niveles; o, similarmente, donde un proyecto claramente se beneficia de características estructurales inusuales y sólidas, como disposiciones de terminación indiscutibles, en las que el RR final podría ser superior al ‘RR2’.

Los RR de la deuda subordinada tienen, típicamente, un límite de ‘RR4’. Al igual que en el caso de la deuda no garantizada, es posible obtener RR superiores a ‘RR4’ en el caso de proyectos que se beneficien claramente de características estructurales inusuales y sólidas.

Fitch también aplica límites en una serie de jurisdicciones. Para más detalles, ver la metodología “Country-Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria”.

Limitaciones

Los RR no pretenden proporcionar estimaciones numéricas precisas. Fitch proporciona bandas de porcentaje de recuperación como indicador de las expectativas típicas de recuperación para los instrumentos calificados dentro de esas bandas, a través de una cartera diversa a lo largo de múltiples ciclos. Dada la impredecibilidad inherente tanto de los escenarios de incumplimiento como del proceso de reestructuración, potencialmente habrá grandes desviaciones en las emisiones individuales, por lo que las bandas de porcentaje de RR sólo deberían utilizarse para el análisis de carteras diversas.

Los porcentajes generados en el proceso de análisis reflejan cualquiera de las siguientes:

- El resultado del análisis de cascada descrito en nuestro análisis a la medida; o
- Los porcentajes promedios de recuperación para la clase de deuda específica, ajustados, en el enfoque genérico.

Asimismo, este resultado informa en cuál banda de porcentaje de RR se clasifica una obligación como medida relativa.

Muchos factores afectarán al porcentaje real de recuperación, algunos de los cuales están fuera del alcance del proceso de calificación. El principal es la composición de los acreedores. La

concentración de créditos en un determinado nivel de la estructura de capital, la propiedad común de los créditos en diferentes niveles de la estructura de capital o los diferentes precios de entrada de inversores dentro de la misma clase de acreedores pueden tener un profundo efecto en el porcentaje real de recuperación. El análisis de la masa de acreedores también requiere múltiples suposiciones con relación a las condiciones de financiamiento logradas por el emisor, cuya transparencia puede ser limitada en distintos momentos y estar sujeta a cambios rápidos.

Otros factores idiosincrásicos que ejercen una fuerte influencia en las recuperaciones también quedan fuera del alcance de la calificación, y limitarán aún más la utilidad de los RR como predictores de los índices de recuperación precisos. El riesgo de evento está presente en la estructura de capital, así como en otros elementos del perfil de calificación de una emisión y del emisor, y los emisores cambiarán la proporción o la garantía de las obligaciones garantizadas dentro de una estructura a lo largo del tiempo, llevando a cambios en nuestras suposiciones de recuperación y a la migración de las calificaciones de recuperación e instrumentos.

En relación con los sectores de mayor recuperación, el enfoque incorpora una escasa experiencia estadística de incumplimientos y recuperaciones históricas en los últimos 20 a 30 años. En la medida en que existen ejemplos históricos, se concentran mayormente en EE. UU., mientras que muchas jurisdicciones del mundo pueden tener pocos o ningún precedente relevante.

Los niveles de calificación que se comentan en este apéndice reflejan la solvencia independiente, sin tener en cuenta las mejoras crediticias externas o el apoyo gubernamental. Las calificaciones, incluidas las Observaciones de Calificación y las Perspectivas asignadas por Fitch, están sujetas a las limitaciones especificadas en “Definiciones de Calificación de Fitch” y disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/definitions>.

Fuentes de Datos

Las suposiciones clave de calificación para los criterios se basan en conclusiones analíticas tomadas del análisis de información financiera y no financiera de Fitch para emisores de Financiamiento de Infraestructura y Proyectos y sus emisiones de deuda. Esto puede incluir información privada y pública, como lo son reportes financieros históricos y proyectados; documentos de transacciones; propuestas de reestructuración; múltiples de mercado y transacciones de entidades comparables; valoraciones de planes de quiebra en declaraciones de divulgación y otros documentos para entidades comparables de la industria; datos de la industria y económicos; discusiones e información recibida de los emisores y otros participantes del mercado; evaluaciones de terceros y datos incluidos en los estudios de casos de quiebra de Fitch.

Divulgación de la Metodología

En sus reportes iniciales de calificación y en los comentarios posteriores sobre las acciones de calificación, Fitch revelará, según corresponda, los fundamentos de las suposiciones que ha realizado tanto en el enfoque genérico como en el enfoque a la medida.

Divulgación de Criterios

Enfoque Genérico	Enfoque a la Medida
Determinación del punto de partida adecuado para la recuperación base, incluyendo el tipo de deuda y el sector	Supuestos de valoración de activos o provisiones de valor de terminación en un escenario de liquidación, incluyendo si se aplican descuentos (a causa de las cláusulas de terminación, la contraparte que debe hacer el pago final y su historial en casos similares)
Aplicación de los ajustes, en caso de haberlos, identificando la revisión desde el punto de partida de la recuperación base y explicando tanto el tipo de ajustes como su fundamento, incluyendo cuando se utilizan	Metodología aplicable en un GC (múltiplo de efectivo, FED o cualquier método de valoración alternativo)

Divulgación de Criterios

Enfoque Genérico	Enfoque a la Medida
otros ajustes de forma independiente o en conjunto con los principales	
Aplicación de la superposición de riesgo de conclusión, en el caso de proyectos que presenten un riesgo de construcción significativo, y los determinantes que subyacen a la recuperación (por ejemplo, estimación del esfuerzo del sobrecosto, importe de la garantía permanente y líquida)	Premisa de EBITDA/flujos de efectivo no apalancados de un GC en un escenario de GC; y detalles de la base de esta premisa de flujo de efectivo
Aplicación de cualquier límite de RR	Múltiplo de flujo de efectivo/CCPP en un escenario GC; y la base para la elección del múltiplo/CCPP basada en los resultados de los factores de la Herramienta de Premisa Múltiple/CCPP
Cualquier variación de los criterios	VN adicional de cualquier filial o intereses minoritarios
	La magnitud de los créditos de otros acreedores enumerados en la subsección "Paso 2 – Estimación de Créditos de Otros Acreedores".
	Aplicación de la superposición de riesgo de conclusión, para proyectos que presentan un riesgo de construcción significativo, y los factores determinantes que subyacen a la recuperación (por ejemplo, estimación de esfuerzo de sobrecostos, importe de la garantía permanente y líquida)
	Aplicación de cualquier límite de RR, incluyendo el fundamento de cualquier excepción al límite estándar de RR
	Cualquier variación de los criterios

RR – Calificación de recuperación; *recovery rating*. GC – Negocio en marcha; *going-concern*. FED – Flujo de efectivo descontado. CCPP – Costo de capital promedio ponderado. VN – Valor del negocio.
Fuente: Fitch Ratings

En muchos casos, Fitch utiliza en sus posteriores análisis de revisión las suposiciones derivadas de su análisis de calificación inicial. Fitch comentará si las hipótesis iniciales han cambiado y, cuando corresponda, revelará las razones de estos cambios.

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

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones siguiendo este enlace: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Además, las definiciones de calificación de Fitch para cada escala de calificación y categorías de calificación, incluidas las definiciones relacionadas con incumplimiento, están disponibles en www.fitchratings.com bajo el apartado de Definiciones de Calificación. Las calificaciones públicas, criterios y metodologías están disponibles en este sitio en todo momento. El código de conducta, las políticas sobre confidencialidad, conflictos de interés, barreras para la información para con sus afiliadas, cumplimiento, y demás políticas y procedimientos de Fitch están también disponibles en la sección de Código de Conducta de este sitio. Los intereses relevantes de los directores y accionistas están disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch puede haber proporcionado otro servicio admisible o complementario a la entidad calificada o a terceros relacionados. Los detalles del(los) servicio(s) admisible(s) de calificación o del(los) servicio(s) complementario(s) para el(los) cual(es) el analista líder tenga sede en una compañía de Fitch Ratings registrada ante ESMA o FCA (o una sucursal de dicha compañía) se pueden encontrar en el resumen de la entidad en el sitio web de Fitch Ratings.

En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o 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 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 USD 1,000 a USD 750,000 (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 USD 10,000 y USD 1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

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

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

Derechos de autor © 2023 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados.