

Metodología de Calificación de Empresas no Financieras

Metodología Maestra

Este informe es una traducción del reporte titulado "Corporate Rating Methodology", publicado el 8 de Agosto de 2012, el cual actualiza y reemplaza la Metodología de Calificación de Empresas no Financieras de agosto de 2011.

Aspectos Relevantes

Factores Cualitativos y Cuantitativos: Las calificaciones para el área de empresas no financieras de Fitch Ratings reflejan tanto los factores cualitativos como cuantitativos que componen los riesgos financieros y de negocios de los emisores de renta fija y sus emisiones de deuda individual.

Factores Clave de Calificación

- Riesgo de la industria
- Entorno operacional
- Perfil de la compañía
- Estrategia de administración/gobierno
- Estructura del grupo
- Perfil financiero
 - Flujo de caja y utilidades
 - Estructura de capital
 - Flexibilidad financiera

Fuente: Fitch

Calificaciones de Empresas

Calificaciones de Emisor: Una calificación Issuer Default Rating (IDR) representa una evaluación de la vulnerabilidad relativa de un emisor para no cumplir con sus obligaciones financieras. Estas calificaciones debieran ser comparables entre las distintas industrias y países. Los emisores pueden recibir IDRs de Corto y Largo Plazo. Ambos tipos de IDRs están relacionados entre sí dado que se basan en las características crediticias fundamentales de un emisor (consultar Figura 1).

Calificaciones de Emisiones: Las calificaciones de emisiones de deuda (generalmente calificaciones de deuda preferente no garantizada) también incluyen información con respecto a la prioridad de pagos y el posible nivel de recuperado en caso de producirse un incumplimiento. La calificación de un instrumento de deuda en particular puede estar por encima, debajo o ser igual a la IDR, dependiendo de la prioridad de pago que tenga el instrumento, las garantías involucradas y otros aspectos de la estructura de capital.

Los Informes de Metodología de Fitch "[Recovery Ratings and Notching Criteria for Non-Financial Corporate Issuers](#)" y "[Country-Specific Treatment of Recovery Ratings](#)" abordan la metodología de Fitch en relación a estos análisis.

Perfil Histórico y Proyectado: El análisis que realiza Fitch Ratings generalmente cubre al menos tres años de la historia operacional y de los datos financieros de una empresa, e incluye las proyecciones de Fitch con respecto a su desempeño futuro. Esta información se utiliza en un análisis comparativo, a través del cual Fitch evalúa las fortalezas del perfil de riesgo financiero y de negocios de un emisor, en relación a otros emisores pertenecientes a la misma industria y/o categoría de calificación.

La Ponderación de los Factores Varía: Este análisis comparativo considera, cuando sea apropiado, la evaluación de potenciales cambios en el entorno operacional o la estrategia financiera de un emisor, y su efecto en las calificaciones asignadas. La ponderación entre los factores cualitativos y cuantitativos individuales y agregados varía entre entidades dentro de un sector y a través del tiempo. Como regla general, cuando un factor es significativamente más débil que otros, este elemento más riesgoso tendrá una mayor ponderación en el análisis.

Perfil de la Industria y Entorno Operacional

Contexto del Riesgo Industrial: Fitch determina la calificación de un emisor considerando los fundamentos que se aplican en la industria a la que pertenece. Aquellas industrias que van en declive, son altamente competitivas, hacen uso intensivo de capital o se consideran cíclicas/volátiles, son inherentemente más riesgosas que las industrias estables, con pocos competidores, altas barreras a la entrada, liderazgo de mercado nacional y niveles de demanda predecibles.

Metodología Relacionada

[Recovery Ratings and Notching Criteria for Non-financial Corporate Issuers](#) (mayo 2012)

[Canje Forzoso de Deuda](#) (sept. 2012)

[Rating Corporates above the Country Ceiling](#) (enero 2012)

[Treatment of Hybrids in Corporate and REIT Credit Analysis](#) (diciembre 2012)

[Evaluación de Gobierno Corporativo](#) (diciembre 2011)

[Rating Sukuk](#) (agosto 2012)

[Metodología de Calificaciones Nacionales](#) (enero 2011)

[Country-Specific Treatment of Recovery Ratings](#) (febrero 2012)

Analistas

Richard Hunter
+44 20 3530 1102
trichard.hunter@fitchratings.com

Mark Oline
+1 312 368 2073
mark.oline@fitchratings.com

Daniel Kastholm – Latin American Corporates
+1 312 368 2070
daniel.kastholm@fitchratings.com

Andrew Steel – Asia-Pacific Corporates
+65 6796 7231
andrew.steel@fitchratings.com

**Figura 1:
Relación entre IDR de Largo y Corto Plazo**

IDR Largo Plazo	IDR Corto Plazo
AAA	N1+
AA+	N1+
AA	N1+
AA-	N1+
A+	N1 ó N1+
A	N1
A-	N2 ó N1
BBB+	N2
BBB	N3 ó N2
BBB-	N3 ó N2
BB+ a B-	N4
CCC a C	N4
RD/D	N4

Fuente: "Short-Term Ratings Criteria for Non-Financial Corporates"

Informes de Factor Crediticio Sectorial (Sector Credit Factor), FCS

Los Informes FCS describen cómo se han aplicado los factores de la metodología maestra de empresas no financieras a diferentes sectores específicos e incluyen resúmenes de medianas. Estos informes no son informes de metodología.

El Compendio Interactivo de Informes de Metodología, *Corporate Finance Rating Criteria Hierarchy*, contiene una lista con todos los informes FCS.

[Interpreting the New Sector Credit Factors Reports for Corporates \(agosto 2012\)](#)

[Relative Risk Across Corporate Sectors – A Comparison of Credit Factors from Updated Sector Credit Factor Reports \(agosto 2012\)](#)

[Rating Emerging Market Corporates; Cross-Sector Credit Factors \(abril 2011\)](#)

Informes Especiales Relacionados

[Cash Flow Measures in Corporate Analysis \(agosto 2012\)](#)

[Treatment of Corporate Pension – EMEA and Asia-Pacific \(agosto 2011\)](#)

[European Pensions – Impact on Corporate Recovery Ratings \(agosto 2011\)](#)

[Analysis of US Corporate Pensions \(agosto 2011\)](#)

[Adjusting for Fair Value of Debt and Related Derivatives in Corporate Analysis \(agosto 2011\)](#)

[Operating Leases: Updated Implications for Lessees' Credit \(agosto 2011\)](#)

[Treatment of Junior Corporate Debt in Europe – European HoldCo PIK and Shareholder Loans \(abril 2011\)](#)

[Assigning Corporate Ratings to Issuers in Restructuring \(octubre 2011\)](#)

También se analiza la evolución que puede presentar la industria y su posible efecto sobre el desempeño futuro del emisor. El riesgo inherente y/o la ciclicidad de industria pueden derivar en un techo para las calificaciones asignadas dentro de esa industria. Por lo tanto, es poco probable que un emisor que opera dentro de tal industria reciba la calificación más alta posible ('AAA') a pesar de tener un perfil financiero muy conservador.

Del mismo modo, y debido a las diferencias en el perfil de riesgo financiero, de administración y de país, no todos los emisores pertenecientes a las industrias con bajo riesgo pueden esperar calificaciones altas. Diversos factores crediticios se ponderan junto con las características de riesgo de la industria, para llegar a una evaluación equilibrada de la calidad crediticia de una empresa.

Entorno Operacional

Fitch explora los posibles riesgos y oportunidades a los que está expuesto el entorno operacional de un emisor frente a cambios sociales, demográficos, regulatorios y tecnológicos. La agencia considera los efectos de la diversificación geográfica y las tendencias de expansión o consolidación de la industria sobre la posición competitiva del emisor. La sobrecapacidad de la industria es una situación clave, puesto que genera presión sobre los precios y, consecuentemente, puede erosionar la rentabilidad de una compañía. También se considera importante la etapa por la que atraviesa una determinada industria dentro de su ciclo de vida y el crecimiento o el nivel de madurez de los segmentos de productos, los cuales determinan la necesidad de expandirse y de aumentar las inversiones en activos fijos.

Al calificar compañías cíclicas, las proyecciones de Fitch consideran las medidas de protección crediticia y la rentabilidad a lo largo del ciclo — con el fin de identificar la calificación de equilibrio o de mitad de ciclo de un emisor. El principal desafío al calificar a un emisor cíclico es decidir cuándo ha ocurrido un cambio fundamental en la política financiera o un cambio estructural en el entorno operacional que justifique un cambio en la calificación. En el caso de compañías menos cíclicas que también sufrirán bajas en las ganancias durante una recesión, Fitch se enfoca en el grado en que la proyección resultante del perfil financiero y/o la baja en las perspectivas del negocio puede dejar a un emisor fundamentalmente debilitado tras pasar por una recesión. Más información sobre el enfoque de Fitch para evaluar el impacto de los ciclos económicos sobre los niveles de calificación se puede encontrar en los *informes Defining Ratings Scenarios* y *How Fitch Uses Commodity Prices in Projections*.

Además de considerar el riesgo político de operar dentro de un país en particular, Fitch observa la situación económica, el régimen legal, y el desarrollo y transparencia de los mercados relevantes en los principales países donde opera una compañía. Aún cuando una compañía que opera predominantemente en un mercado emergente (o en un grupo pequeño de mercados emergentes) tenga un excelente perfil financiero comparable al de sus pares con calificación alta en los mercados de países desarrollados, sus calificaciones seguirán reflejando el (los) entorno(s) en los cuales opera. Para más información sobre cómo este entorno se ve reflejado, véase el informe *Rating Emerging Markets Corporates*.

Riesgo País

Las calificaciones soberanas de Fitch se relacionan con la probabilidad de que un emisor soberano caiga en incumplimiento con su deuda, y no constituyen una aproximación de la situación financiera general de la economía, y mucho menos de un sector industrial dentro de un país determinado. Sin embargo, los Techos País, los cuales reflejan la opinión de Fitch respecto al riesgo de transferencia y convertibilidad — y se correlacionan con las calificaciones soberanas de un país — pueden influenciar las calificaciones de los emisores en las jurisdicciones donde el Techo País sea inferior a la calificación 'AAA'. Puesto que las calificaciones soberanas capturan el riesgo de que el gobierno imponga controles de cambio que evitarían u obstaculizarían significativamente la capacidad del sector privado para convertir moneda local en moneda extranjera, éstas representan una limitación general sobre las calificaciones en moneda extranjera de una entidad (consultar *Country Ceilings* y *Rating Corporales Above the Country Ceiling*).

Perfil de la Compañía

Diversos son los factores que determinan la capacidad de un emisor para soportar las presiones competitivas; éstos pueden incluir su posición en mercados claves, el nivel de liderazgo de su oferta de productos, y su capacidad de influenciar precios. El mantenimiento de un alto nivel de desempeño operacional a menudo depende de la diversidad de productos, distribución geográfica de las ventas, diversificación de los grandes clientes y proveedores, y la posición comparativa de su estructura de costos.

Es probable que el tamaño de la compañía también sea un factor clave si otorga grandes ventajas en términos de eficiencia operacional, economías de escala, flexibilidad financiera y posición competitiva. Sin embargo, es posible que el tamaño no siempre se traduzca en calificaciones más altas. Por ejemplo, en el caso de las industrias de *commodities*, el tamaño no es tan importante como la estructura de costos, debido a que la probabilidad que tiene un participante para influenciar los precios de un *commodity* global, es generalmente mínima.

Estrategia de Administración y Gobierno Corporativo

Fitch considera la estrategia de administración centrándose en la estrategia operacional, la tolerancia al riesgo, las políticas financieras y el gobierno corporativo. Los objetivos corporativos se evalúan enfocándose en dos factores principales: estrategia e historial.

Los factores claves que se consideran son la mezcla deuda-patrimonio que se utiliza para financiar el crecimiento, la capacidad del emisor para soportar mayores niveles de deuda y el calce estratégico de los nuevos activos. Además, la forma en la que históricamente un emisor ha financiado adquisiciones y su expansión interna permite observar la tolerancia al riesgo de la gerencia.

Fitch considera el historial de la gerencia en términos de su capacidad para crear una mezcla de negocios saludable, mantener la eficiencia operacional y reforzar su posición de mercado. El desempeño financiero registrado a lo largo del tiempo entrega una medida útil de la capacidad que tiene la gerencia para ejecutar sus estrategias operacionales y financieras.

El gobierno corporativo, el cual se refiere a los controles efectivos que aseguran políticas y procedimientos sanos en relación a la efectividad e independencia del directorio, la compensación de ejecutivos, las transacciones con partes relacionadas y la integridad de la contabilidad y la auditoría, opera como una consideración asimétrica: en los casos en que se considere adecuado o sólido, por lo general no tiene impacto (o tiene un impacto muy leve) sobre las calificaciones crediticias del emisor, es decir, no es un factor incremental positivo en la asignación de la calificación. Sin embargo, en los casos en que se observe una deficiencia que pudiera disminuir la protección del tenedor de bonos, es posible que la consideración tenga un impacto negativo sobre la calificación asignada. El enfoque de Fitch para evaluar el gobierno corporativo se describe en el Informe de Metodología [Evaluating Corporate Governance – Country and Issuer-Specific Considerations](#).

Factores de Propiedad, Soporte y Grupo

Estructura del Grupo

Fitch también considera la relación entre las matrices y sus subsidiarias al asignar las IDR y las calificaciones de emisión de deuda. En la mayoría de los casos, los emisores de deuda que son parte de un grupo corporativo reciben IDRs separadas (si bien potencialmente idénticas). El Informe de Metodología [Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria – Enfoque de Calificación Aplicado a Entidades Dentro de un Grupo \(Parent and Subsidiary Rating Linkage – Fitch’s Approach to Rating Entities Within a Corporate Group Structure\)](#) explica el marco de consideraciones de vinculación que utiliza Fitch, el cual refleja las múltiples relaciones entre las entidades de un grupo corporativo. Estas incluyen la jurisdicción legal, las estructuras corporativas, los estatutos de la compañía, las características específicas de las deudas, el grado de integración entre las entidades y la importancia estratégica de cada subsidiaria.

En aquellos casos en que la entidad calificada es el holding del grupo, el análisis de la estructura del grupo determinará el grado de conectividad que existe. Fitch analizará la calidad crediticia de las entidades operacionales importantes y su contribución al grupo o a las entidades relevantes del grupo calificadas por Fitch (en términos de flujos de dividendos hacia el holding y el acceso/control que tiene la matriz sobre los flujos de caja de sus subsidiarias).

Cuando no se usa un enfoque consolidado – debido a un importante interés minoritario u otras consideraciones - Fitch generalmente analiza la sostenibilidad y previsibilidad de los flujos de ingresos (desde el total de efectivo acumulado dentro del grupo hasta los dividendos condicionales que se le pagan a la matriz) utilizados para servir la deuda, así como la calidad crediticia de las entidades relevantes y su contribución al perfil financiero del grupo.

Perfil Financiero

El aspecto cuantitativo de las calificaciones de empresas de Fitch se centra en el perfil financiero de un emisor y en su capacidad para servir sus obligaciones con una combinación

de recursos internos y externos. La sustentabilidad de las medidas de protección crediticia se evalúa a lo largo de un período de tiempo — con cifras históricas reales, pero principalmente con proyecciones de Fitch para el corto plazo— para determinar la fortaleza de la capacidad de servicio de deuda y la capacidad de financiamiento de un emisor.

Aquellos indicadores que tienen la mayor relevancia aún no se utilizan en una forma determinada para la asignación de calificaciones, debido a que el mismo indicador (cuando sea relevante) suele variar dependiendo del sector. Por ejemplo, una industria con una baja volatilidad en los resultados puede tolerar un endeudamiento más alto para una calificación crediticia determinada que una industria con una alta volatilidad en sus resultados. En sus informes de Factores Crediticios Sectoriales (FCS), Fitch ha publicado indicadores financieros por categoría de riesgo para diferentes sectores ya sea a nivel regional o global.

Enfoque de Flujo de Caja

El análisis financiero de Fitch se enfoca especialmente en las mediciones de flujo de caja operacional, indicadores de cobertura y endeudamiento. La sustentabilidad del flujo de caja operacional entrega al emisor recursos internos para el servicio de deuda y una mayor probabilidad de alcanzar y retener acceso a fuentes externas de financiamiento.

Fitch considera que es más relevante el análisis de tendencias para un conjunto de indicadores que el análisis de un indicador individual, ya que éste representa sólo una medida de desempeño en un momento dado en el tiempo. Fitch entrega una ponderación mucho mayor a las medidas de flujo de caja que a los indicadores basados en patrimonio, tales como deuda a patrimonio y deuda a capital. Este último se basa en el valor libro, el que no siempre refleja los valores de mercado o la habilidad de los activos para generar flujos de caja para servir la deuda. Asimismo, los indicadores basados en el valor libro son una medida menos adecuada para el análisis de pérdida dado incumplimiento que los indicadores basados en el flujo de caja.

Flujo de Caja y Utilidades

Los elementos claves al momento de determinar la situación financiera de un emisor son las utilidades y el flujo de caja, que afectan el mantenimiento de las instalaciones operacionales, el crecimiento y la expansión interna, el acceso al financiamiento y la capacidad para soportar los períodos de baja en el entorno operacional. Las utilidades forman la base para el flujo de caja, sin embargo, se deben hacer ajustes en ítems tales como las provisiones no monetarias y las reservas de contingencia, los castigos de activos sin efecto sobre caja, y los gastos no recurrentes. El análisis de Fitch se centra en la estabilidad de las utilidades y la continuidad de los flujos de caja de las líneas de negocio más importantes del emisor. El flujo de caja operacional sostenible en el tiempo respalda la capacidad del emisor para servir su deuda y financiar sus operaciones e inversiones sin la necesidad de depender del financiamiento externo.

Estructura de Capital

Fitch analiza la estructura de capital con el fin de determinar el nivel de dependencia del emisor del financiamiento externo. Se consideran varios factores para evaluar las implicancias crediticias del endeudamiento financiero de un emisor, incluyendo la naturaleza de su entorno de negocios y los principales flujos operacionales (consultar *Figura 4: Definiciones de Medidas de Flujo de Caja e Indicadores Financieros*). Debido a que las industrias difieren de manera considerable respecto a su necesidad de capital y su capacidad para tolerar altos niveles de deuda, el endeudamiento financiero dentro de la estructura de capital de un emisor se evalúa con respecto a los parámetros de la industria.

Como parte de este proceso, por lo general, el nivel de deuda de un emisor se ajusta, cuando sea aplicable; en el caso de tratarse de un conjunto de obligaciones fuera de balance, estas obligaciones se agregan al nivel de deuda total en el balance. Dichos ítems incluyen lo siguiente:

- los préstamos de compañías con propiedad parcial o subsidiarias no consolidadas que puedan involucrar reclamos a la matriz.
- deuda reportada asociada con titularizaciones de préstamos, si existen obligaciones de pago para este emisor (véase también [Impact of Receivables Securitisation on Recovery Ratings of Debt of Highly Leveraged Issuers](#));
- cuando una parte importante de la deuda se describe como “sin obligaciones de pago” para la entidad calificada, Fitch generalmente se forma una opinión sobre los incentivos

económicos detrás del estatus “sin obligaciones de pago” antes de excluir la deuda (y los flujos de caja relacionados) de sus cálculos.

- obligaciones de arriendo operacional (véase [Operating Leases: Updates Implications for Lessees' Credit](#)).

Es posible que también se hagan ajustes para incorporar las obligaciones de pensión, salud y otras obligaciones posteriores a la jubilación, en los casos en que exista información disponible.

En los casos en que se excluyan pasivos específicos del cálculo de la deuda, es posible que Fitch también excluya el flujo de caja, los ingresos o los activos relacionados. Cuando resulte apropiado, el historial del apoyo que haya brindado el emisor a las inversiones fuera de balance con fondos adicionales también se transformará en un factor para determinar si resulta apropiado incluir o excluir estos montos de la deuda total en ausencia de una garantía o un compromiso formal.

Las emisiones de acciones preferentes con pagos de dividendos o fechas de rescate fijos se pueden considerar como instrumentos de casi-deuda, y es posible que reciban un “crédito patrimonial” de un 50% o un 100%, dependiendo de sus condiciones. Puesto que el análisis corporativo de Fitch se enfoca fuertemente en el flujo de caja, el nivel de crédito patrimonial que se asigna afecta únicamente a la cantidad de deuda incluida en los indicadores de endeudamiento ajustado, mientras que el 100% de los cupones relacionados con los instrumentos de deuda híbrida siguen siendo incorporados a los indicadores de cobertura que se usan para medir la capacidad de servicio de deuda del emisor. Esto refleja la opinión de Fitch que los híbridos le otorgan protección principalmente a los acreedores preferentes mediante la reducción de las pérdidas dado incumplimiento, más que la reducción de la probabilidad de incumplimiento. Para obtener más detalles respecto al enfoque que utiliza Fitch para el crédito patrimonial en el caso de los instrumentos de deuda híbrida, consulte el Informe de Metodología *Treatment and Notching of Hybrids in Non-Financial Corporate and REIT Credit Analysis*.

Flexibilidad Financiera

La flexibilidad financiera permite que el emisor cumpla con sus obligaciones de servicio de deuda y maneje los períodos de volatilidad sin deteriorar su calidad crediticia. Mientras más conservadora sea la capitalización de un emisor, mayor es la flexibilidad financiera de éste. En general, el compromiso para mantener la deuda dentro de un cierto límite permite que el emisor enfrente de mejor manera el efecto de eventos inesperados.

Otros factores que contribuyen a la flexibilidad financiera son la capacidad que tiene un emisor para redistribuir activos y corregir los planes de inversión en activos fijos, la sólida relación con el sistema financiero y el grado de acceso a una amplia gama de mercados de capitales. Las líneas bancarias comprometidas y de larga data entregan apoyo adicional. El hecho de que una parte considerable de la deuda se encuentre denominada a corto plazo en la estructura de capital puede indicar una reducción en la flexibilidad financiera, excepto en los casos en que el endeudamiento bruto general sea muy modesto — como es el caso de un grupo reducido de emisores con calificaciones muy altas, cuyas cargas de deuda muy moderadas se basan principalmente en el financiamiento con papel comercial respaldado con liquidez. Consulte *Calculating Sufficient CP Backup Coverage for Corporates* en el Informe de Metodología *Short-term Ratings Criteria for Non-Financial Corporates*, para una discusión más a fondo de estos temas.

Pasivos Contingentes y Pensiones

La flexibilidad financiera también se puede ver disminuida por la presencia de obligaciones de pensiones no financiadas, la falta de fondos para los beneficios post-empleo no relacionados con pensiones (OPEB), y las obligaciones contingentes tales como garantías, requerimientos de colaterales por el uso de derivados, y pasivos legales. Cada uno de estos factores puede drenar sustancialmente el flujo de caja, reduciendo severamente, o incluso eliminando, la flexibilidad financiera (por ejemplo, las numerosas quiebras en la industria del asbesto).

Si bien los requerimientos para pensiones varían de país en país, Fitch ha desarrollado cálculos para estimar los requerimientos de financiamiento futuro de los planes de pensiones con fondos bajos. Estas se explican en *Treatment of Corporate Pensions – EMEA and Asia-Pacific* y *Analysis of U.S. Corporate Pensions*, incorporando el riesgo de pensiones dentro de su análisis. Fitch se enfoca principalmente en las implicaciones que tienen las obligaciones de pensiones sobre el flujo de caja a lo largo del período de calificación. Por lo general se calculan índices de apalancamiento ajustados por pensiones, los cuales consideran a estas

últimas como si fueran deuda. Dichos indicadores son utilizados únicamente como herramientas de filtro, con el fin de detectar a aquellos casos que requieren un análisis más profundo del impacto de las pensiones sobre el flujo de caja.

Contabilidad

El proceso de calificación de Fitch no constituye y no incluye una auditoría de los estados financieros del emisor. Las políticas contables elegidas por el emisor podrían influir en la opinión de Fitch en relación a cómo los estados financieros de un emisor reflejan su desempeño financiero. Resultan relevantes los principios de consolidación, políticas de valuación, métodos de inventario-costeo, métodos de depreciación, reconocimiento de ingresos y prácticas de reserva, provisiones de pensión y tratamiento de ítems fuera de balance. Como parte del análisis de calificación, Fitch actualizará las cifras, en los casos en que sea necesario, con el fin de mejorar la comparabilidad de la información financiera entre los diferentes emisores. Fitch también considera las diferencias dentro de los estándares de contabilidad nacionales, y el efecto que estas diferencias puedan tener sobre los resultados financieros de emisores dentro de una misma industria, que tengan diferentes ubicaciones geográficas.

Debido a que es posible que diferentes sistemas de contabilidad afecten los activos, pasivos y utilidades reportadas por un emisor, en algunas ocasiones, Fitch podría realizar ajustes según lo considere apropiado para aumentar la comparabilidad del emisor con sus pares. Dichos ajustes incluyen aquellos realizados para el reconocimiento de ingresos, valores de activos, propiedad arrendada, reservas de contingencia y tratamiento de impuestos y pasivos fuera de balance. El principio general que aplica Fitch en sus ajustes es el de volver a sus medidas de caja: balances de caja, flujo de caja y necesidades de caja.

Por lo general, los analistas de Fitch usan balances auditados que han sido preparados de acuerdo a sea los Estándares de Informes Financieros Internacionales (*International Financial Reporting Standards* - IFRS) o los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de los Estados Unidos (*U.S. Generally Accepted Accounting Principles* - US GAAP). Si dichos informes no se encuentran disponibles, Fitch usará contabilidad basada en el GAAP local, otros estados financieros entregados, y comentarios de la gerencia publicados para realizar los ajustes apropiados para el análisis comparativo. Lo anterior es válido, siempre y cuando dichas fuentes sean consideradas apropiadas y la calidad de los auditores u otras partes revisoras empleadas, así como la divulgación de información, sea adecuada.

Limitaciones de la Metodología para Empresas no Financieras

Como se detalla en [Managing and Developing Criteria and Models](#), la presente metodología de calificación de empresas no financieras es un *Informe de Metodología Maestra Global* que se utiliza en la calificación de empresas no financieras. Debido a que el grupo de empresas comprende un amplio universo de entidades, los informes adicionales, incluyendo aquellos específicos para un sector, tipo de pasivos, una forma particular de riesgo que abarca varios sectores, o una forma particular de estructura de empresas, entregan información adicional para la aplicación de esta Metodología Maestra; estos informes se encuentran disponibles en www.fitchratings.com. La Metodología Maestra identifica factores que Fitch considera al momento de asignar calificaciones a una entidad o un instrumento de deuda en particular. Es posible que no todos los factores de calificación incluidos en este informe se apliquen a cada calificación o acción calificadora individual. Cada comunicado de Fitch sobre una acción de calificación específica o cada informe de calificación hablará de aquellos factores más relevantes para la acción calificadora en particular.

1.- Limitaciones Generales

Al igual que con otras IDRs, las limitaciones generales relevantes para la escala de calificaciones crediticias del emisor incluyen:

- las calificaciones no predicen un porcentaje específico de probabilidad de incumplimiento para un período de tiempo determinado
- las calificaciones no representan una opinión respecto al valor de mercado de los instrumentos o las acciones de cualquier emisor, o la probabilidad de que este valor cambie
- las calificaciones no representan una opinión respecto a la liquidez de los instrumentos o las acciones del emisor

- las calificaciones no representan una opinión respecto a la posible severidad de pérdida para una obligación en caso de que el emisor caiga en incumplimiento
- las calificaciones no representan una opinión respecto a lo apropiado que resulta un emisor como contraparte para un negocio crediticio

Las calificaciones no representan una opinión respecto a la calidad del perfil operacional, financiero o de negocios de un emisor, más allá de la opinión de la calificadora respecto a su vulnerabilidad relativa a incumplimiento.

2. Limitaciones Específicas – “Riesgo de Evento”

Figura 2: Ejemplo para Riesgo de Evento – Tratamiento de Fusiones y Adquisiciones en las Calificaciones

Evento	Incorporación en la Calificación
La compañía anuncia una adquisición oportunista, contraria a la estrategia de crecimiento orgánico planteada con anterioridad.	El evento no está incluido en la calificación vigente. Típicamente, este evento genera una revisión de la calificación, basada en su importancia e impacto, dependiendo de la mezcla de financiamiento y el costo de la transacción.
La compañía anuncia una adquisición oportunista, en línea con su declaración anterior de intentar de efectuar adquisiciones financiadas con deuda por USD20 mil millones en un plazo de tres años dentro del actual sector de la compañía.	El evento está mayormente considerado en la calificación vigente. No obstante, el evento genera una revisión de calificación para asegurar que los parámetros de la actual adquisición sean consistentes con las expectativas ya incorporadas en la calificación.
La compañía anuncia su intención de expandirse mediante adquisiciones. No existe una indicación clara respecto a costos o mezcla de financiamiento anticipado.	El evento no se incluyó en la calificación. Generalmente, el evento genera una revisión de calificación que ajustará la Perspectiva del emisor o cambiará la calificación, dependiendo de la evaluación que haga Fitch de los posibles objetivos, tamaños de oferta, valuaciones y el historial de tipos de financiamiento de la compañía.

Fuente: Fitch

“Riesgo de Evento” es un término usado para describir el riesgo de ocurrencia de un evento generalmente imprevisto que se excluye de las calificaciones existentes hasta que se haya hecho explícito y definido. Los riesgos de evento pueden ser gatillados de manera externa, como por ejemplo a través de cambios en la ley, un desastre natural o una oferta hostil por parte de otra entidad; o bien de manera interna, por cambios en la política de estructura de capital de una compañía, una adquisición importante, una reestructuración estratégica, etc.

Estadísticamente, el riesgo de fusiones y adquisiciones es el riesgo de evento más común. Dicho tipo de riesgo puede servir como ejemplo de la manera en que el riesgo de evento se puede incluir o excluir de las calificaciones. Más información sobre el tratamiento de riesgo de evento en las calificaciones se encuentra en el informe [Addressing Extreme Events](#).

3. Factores que Afectan el Uso de Información de Fitch

La principal fuente de información para las calificaciones sigue siendo la información pública proporcionada por el emisor, incluyendo los estados financieros auditados, los objetivos estratégicos y las presentaciones a los inversionistas. El proceso de calificación también puede incorporar información de otras fuentes de información externas, tales como las estadísticas comparativas, los análisis sectoriales y regulatorios y los supuestos prospectivos para el emisor o la industria. Fitch, al igual que otras calificadoras de riesgo, no tiene ni busca tener el poder de obligar a las entidades calificadas a publicar cierta información.

La composición exacta de los datos necesarios para asignar y mantener una calificación cambiará a través del tiempo. Entre otras cosas, esta variación refleja el hecho que:

- los perfiles operacionales y financieros de los emisores calificados cambia constantemente y esa evolución puede requerir un mayor o menor énfasis en ciertos elementos de información dentro del cálculo de calificación.
- a través del tiempo surgirán nuevos y diferentes desafíos macroeconómicos, financieros o del medio ambiente, los cuales a su vez requerirán un mayor o menor énfasis en

ciertos elementos de información.

- la metodología misma de Fitch cambiará a través del tiempo, y con ello el énfasis puesto en ciertos elementos de información.

En la mayoría de los casos, la información pública que existe para un emisor importante en los mercados de capitales, como mínimo, permitirá que un analista crediticio con mucha experiencia y conocimiento de la industria logre asignar una calificación con buenos fundamentos. Sin embargo, cuando la información total por alguna razón cae por debajo de un cierto nivel, Fitch retirará todas las calificaciones afectadas.

La participación directa del emisor en ocasiones puede añadir información al proceso. Sin embargo, el nivel, la calidad y la relevancia de una participación directa varía entre los diferentes emisores y para cada emisor en particular a través del tiempo. El flujo de información puede caer o cesar por completo (por ejemplo, en tiempos de dificultades financieras del emisor calificado o en anticipación a una fusión o reestructuración corporativa) independientemente del tipo de relación que existe entre Fitch y la entidad calificada. Para más información sobre el tema de participación del emisor dentro del proceso de calificación y sobre la manera en que esto se comunica a los usuarios de las calificaciones, véase [Rating Initiation & Participation Disclosure Policy](#).

Los niveles de información disponible generalmente muestran una mayor correlación con la ubicación geográfica que con el nivel de participación directa del emisor dentro del proceso de calificación. Por ejemplo, en jurisdicciones con altos niveles de divulgación pública, la suma de la información netamente pública para una entidad que le provee poca información no-pública a Fitch muchas veces excede la suma de la información pública y no-pública para emisores en jurisdicciones con bajos niveles de divulgación pública que participan plenamente en el proceso de calificación. Nuevamente, cuando por algún motivo el nivel agregado de información cae por debajo de un nivel aceptable, Fitch retirará todas las calificaciones afectadas.

Anexo I: Guía de Indicadores Financieros

Fitch utiliza diversas herramientas de medición cuantitativa para flujo de caja, utilidades, endeudamiento y cobertura con el fin de evaluar el riesgo crediticio. A continuación, se presenta un resumen con los indicadores claves utilizados en el análisis del riesgo de incumplimiento crediticio y las compara con los indicadores basados en las utilidades operacionales antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA). Aunque tenga muchas limitaciones, el EBITDA sigue siendo la medida de flujo de caja más comúnmente utilizada a nivel global y por lo tanto se menciona frecuentemente en el comentario de análisis de Fitch. El EBITDA también es la medida más comúnmente utilizada para las valoraciones de empresa en marcha. De tal modo, el EBITDA juega un papel clave en el análisis de recupero de Fitch para las deudas que hayan caído en incumplimiento (consultar el Informe de Metodología [Recovery Ratings and Notching Criteria for Non-financial Corporate Issuers](#)).

Herramienta de Cálculo de Indicadores Corporativos

Con el fin de ayudarle a los usuarios a computar los indicadores para emisores IFRS, en junio de 2011 Fitch publicó la herramienta de Cálculo de Indicadores Corporativos para EMEA y Asia-Pacífico. Esta hoja de cálculo le permite al usuario repasar los indicadores financieros más comúnmente empleados por Fitch, proporcionando no sólo las definiciones de estos indicadores sino que también los ajustes más comunes a los estados financieros de los emisores. La herramienta se puede acceder al dar clic [aquí](#).

Sin embargo, considerando las limitaciones del EBITDA como medida de flujo de caja, Fitch usa otras medidas con el propósito de evaluar la capacidad de servicio de deuda de los emisores. Estas incluyen flujo de fondos de operaciones (FFO), flujo de caja de operaciones (CFO) y flujo de caja libre (FCF), junto con los indicadores de endeudamiento y cobertura basados en dichas medidas, los que son más relevantes que los indicadores basados en EBITDA al momento de analizar la capacidad de servicio de deuda de un emisor y, por ende, su riesgo de incumplimiento.

Las siguientes definiciones representan sólo una introducción a los indicadores de flujo de caja y las mediciones crediticias que usa Fitch en su análisis. El Informe de Metodología [Cash Flow Measures in Corporate Analysis](#) incluye definiciones detalladas y muestras de cálculos. Es posible que algunas industrias puntuales, tales como medios y telecomunicaciones, tengan definiciones y prácticas aceptadas por la industria que difieran de los términos descritos a continuación. Dichas diferencias se detallan en otros informes específicos para cada sector.

Figura 3:
Definiciones de Medidas de Flujo de Caja

	Ingresos
-	Gastos operacionales
+	Depreciación y amortización
+	Arrendos a largo plazo
=	EBITDAR operacional
-	Interés efectivo pagado, neto de intereses recibidos
-	Impuesto efectivo pagado
+	Dividendos de subsidiarias (dividendos recibidos)
-	Arrendos a largo plazo
+/-	Otros cambios antes de FFO
=	Flujo de fondos de operaciones (FFO)
+/-	Variación en Capital de trabajo
=	Flujo de caja operacional (CFO)
+/-	Flujo de caja no operacional
-	Inversiones
-	Dividendos pagados
=	Flujo de caja libre (FCF)
+	Ingresos por venta de activos
-	Adquisiciones de negocios
+	Ventas de negocios
+/-	Ítems excepcionales y otros flujos de caja
=	Flujo de caja neto
+/-	Emisión de capital /(recompa)
+/-	Movimientos de tipo de cambio
+/-	Otros ítems que afectan el flujo de caja
=	Variación de deuda neta
	Deuda neta inicial
+/-	Variación de deuda neta
	Deuda neta final

Fuente: Fitch

Figura 4:
Definiciones de Medidas de Flujo de Caja e Indicadores Financieros

Medidas de flujo de caja	
Flujo de fondos de operaciones (FFO) Después de intereses e impuestos, antes de capital de trabajo	FFO es la medida fundamental del flujo de caja de la firma, después de cubrir los gastos operacionales, incluyendo impuestos e interés. El FFO se mide después de los pagos de caja para impuestos, intereses y dividendos preferentes, pero antes de los flujos relacionados con el capital de trabajo. El cálculo de Fitch resta o agrega una cantidad con el fin de excluir el flujo no principal o no relacionado al negocio o no operacional. El FFO refleja la capacidad que tiene un emisor de generar efectivo antes de los requerimientos de reinversión y antes de la variación del capital de trabajo. Al usarlo en los indicadores de cobertura de interés y endeudamiento, el interés pagado se vuelve a incluir en el numerador.
Flujo de caja de operaciones (CFO) Después de intereses, impuestos y capital de trabajo	CFO representa el flujo de caja disponible de las operaciones después de realizar todos los pagos relacionados con los requerimientos operacionales del negocio, intereses, dividendos preferentes e impuestos. El CFO también se mide antes de las reinversiones en el negocio mediante inversiones en activos fijos, antes de los pagos por venta de activos, antes de cualquier adquisición o venta de negocios, y antes de servir al patrimonio con dividendos o recompra de acciones, o emisiones de capital.
Flujo de caja libre (FCF) Después de intereses, impuestos y capital de trabajo, inversión en activos fijos y dividendos	FCF es la tercera medida de flujo de caja clave en la cadena, y se utiliza para medir la caja de operaciones después de las inversiones, los gastos no recurrentes o no operacionales, y los dividendos de un emisor. También mide el flujo de caja generado antes de considerar las adquisiciones de nuevos negocios, las ventas de negocios y cualquier otra decisión por parte del emisor para emitir o recomprar patrimonio, o generar un dividendo especial.
EBITDA y EBITDAR operacional	El EBITDA operacional es una medida ampliamente usada para medir la capacidad de generar efectivo sin endeudamiento y antes de impuestos que tiene un emisor con sus actividades operacionales. Generalmente, Fitch excluye los ítems extraordinarios, tales como castigos y reestructuración de activos, al calcular el EBITDA operacional — a menos que un emisor tenga en forma recurrente gastos que se realizan de una vez, lo que indica que los ítems no son inusuales. El uso del EBITDA operacional más los gastos de arriendo brutos (EBITDAR, incluyendo los pagos de arriendo operacionales) mejora la comparabilidad entre las diferentes industrias (por ejemplo, comercio minorista y manufactura) que muestran diferentes niveles promedio de financiamiento de arriendos y dentro de las industrias (por ejemplo, las líneas aéreas) donde algunas compañías usan más financiamiento de arriendos que otras.
Indicadores de liquidez de corto plazo	
Líneas de crédito bancarias Comprometidas	En el análisis de empresas, y en algunos indicadores financieros, las fuentes de liquidez incluyen “fondos para maniobrar”, o sin retirar, que son parte de líneas de crédito bancarias comprometidas relevantes para el período. Las líneas bancarias que (i) están comprometidas a ser prestadas; (ii) les queda más de un año hasta el vencimiento; y (iii) Fitch considera que el banco relevante prestará dichas cantidades aún ante un incumplimiento de un <i>covenant</i> u otras consideraciones, se pueden incluir como fuentes de liquidez. No todos los países tienen líneas de crédito bancarias comprometidas a largo plazo.
CFO o FFO a servicio de deuda	Este indicador mide la generación de flujo (CFO ó FFO) en relación al servicio de deuda a corto plazo, de los gastos financieros brutos y la deuda que vence dentro de un año.
FCF más efectivo disponible más líneas de crédito disponibles dividido por servicio de deuda	Mide el FCF, más el efectivo disponible a fines del período y los fondos para maniobrar que no se han usado al fin del período y que son parte de las líneas de crédito bancarias comprometidas (ver arriba) en relación al servicio de deuda a corto plazo que incluye los gastos financieros brutos y la deuda que vence dentro de un año.
Indicadores de cobertura	
Deuda y deuda neta Gastos financieros brutos y netos	La deuda representa la deuda total o deuda bruta, mientras que la deuda neta es la deuda total menos la caja (libremente disponible/sin restricciones) y caja equivalente del balance. Como una manera de reconocer las diferencias culturales en el enfoque de los analistas y los inversionistas en el mundo, Fitch evalúa los indicadores de deuda tanto sobre una base de deuda bruta como neta. También se hacen distinciones entre los gastos financieros brutos y netos. Las siguientes definiciones incluyen sólo el gasto financiero bruto y la deuda bruta con el fin de ilustrar los conceptos. Encuentre una explicación detallada de los cálculos utilizados para deuda neta y gastos financieros netos en el Informe de Metodología “ <i>Cash Flow Measures in Corporate Analysis</i> ”.
Cobertura FFO de gastos financieros FFO más intereses brutos pagados más dividendos preferentes dividido por intereses brutos pagados más dividendos preferentes.	Esta es una medida central de la flexibilidad financiera de una entidad. Compara la capacidad de generación de caja operacional de un emisor (después de impuestos) con sus costos de financiamiento. Muchos factores influyen sobre la cobertura, incluyendo los niveles relativos de tasas de interés en diferentes jurisdicciones, la mezcla de financiamiento a tasa fija versus tasa flotante, y el uso de deudas con pago de intereses periódicos o de cero cupón. Por esta razón, los indicadores de cobertura deberían considerarse junto a los de endeudamiento que se consideren apropiados.
Cobertura FFO de cargo fijo FFO más intereses brutos más dividendos preferentes más pagos de arriendos dividido por intereses brutos más dividendos preferentes más pagos de arriendos.	Esta medida de flexibilidad financiera es particularmente relevante para las entidades que tienen niveles importantes de financiamiento de arriendos. Se debe destacar que este indicador produce de manera inherente un resultado más conservador que el de cálculo de cobertura de interés (es decir, los indicadores de cobertura para estructuras de capital financiadas con deuda y aquellas financiadas con arriendo no son directamente comparables), puesto que todos los gastos de arriendo (es decir, el equivalente de la amortización de intereses y capital) se incluyen tanto en el numerador como en el denominador.
Cobertura FCF de servicio de deuda FCF más interés bruto más dividendos preferentes dividido por interés bruto más dividendos preferentes más vencimientos de deuda dentro de un año.	Esto mide la capacidad de un emisor para cumplir con sus obligaciones de servicio de deuda, tanto de interés como de amortización de capital, desde la generación de caja orgánica, después de los gastos de capital — y asumiendo el servicio de capital de patrimonio. Esto indica la dependencia de una entidad ya sea del refinanciamiento en los mercados de deuda o patrimonio o de la conservación de caja mediante la reducción de los dividendos comunes o los gastos de capital o con otros medios.

Figura 4:
Definiciones de Medidas de Flujo de Caja e Indicadores Financieros (Continuación)

Indicadores de apalancamiento

Apalancamiento ajustado por FFO

Deuda bruta más ajustes de arrendos menos crédito patrimonial para instrumentos híbridos más acciones preferentes dividido por FFO más intereses brutos más dividendos preferentes más gastos de arrendos.

Este indicador mide la carga de deuda de una entidad en relación a su capacidad para generar efectivo. Este indicador usa un equivalente de deuda ajustado a arrendos, y deduce del total de deuda el crédito patrimonial por deudas híbridas que presentan características de patrimonio. Fitch capitaliza los arrendos operacionales como el valor presente neto de las obligaciones futuras, cuando sea apropiado y exista suficiente información disponible. De otro modo, los arrendos se capitalizan como múltiplo del pago de arriendo anual, en cuyo caso el múltiplo depende de la industria y del nivel de tasa de interés imperante (consultar "[Operating Leases: Updated Implications for Lessees' Credit](#)").

Deuda ajustada total / EBITDAR operacional

Deuda total de balance ajustada por crédito patrimonial y deuda fuera de balance dividida por EBITDAR operacional

Apalancamiento ajustado por pensiones

Fitch considera que el aumento de los pasivos de pensión que se encuentran sin fondos se debe abordar en el análisis financiero. En el caso de las calificaciones europeas, esto se hace primero mediante la adición del déficit de fondos para pensiones a los indicadores financieros con el fin de computar las medidas de endeudamiento suplementario. Si a lo largo de varios años, estos indicadores complementarios son considerablemente más altos que sus contrapartes sin ajustar, se efectúa una investigación más a fondo, con el fin de comprender los riesgos más extensos que enfrenta la compañía debido a su esquema de pensiones, incluyendo las obligaciones de financiamiento dentro de las jurisdicciones en las que opera, los riesgos inherentes en su estrategia de financiamiento, y, lo que es muy importante, las implicaciones que tienen para la salida de caja desde los recursos de la compañía. Los Informes de Metodología "[European Pensions—Impact on Corporate Recovery Ratings](#)" y "[Treatment of Corporate Pension Criteria EMEA and Asia-Pacific](#)" abordan el tema en profundidad.

En Estados Unidos, las fallas en el actual tratamiento de contabilidad que se aplica a las obligaciones de pensiones, el papel de la *Pension Benefit Guarantee Corporation* para las quiebras, y la volatilidad de los valores de los fondos de pensión, hacen que una cifra ajustada a deuda sea menos útil. Debido a esto, Fitch se centra en los reclamos de caja para el corto plazo, representados por las contribuciones requeridas, y evalúa estas obligaciones en el contexto del flujo de caja operacional del emisor en vez de basarse en un indicador de endeudamiento ajustado por las obligaciones de pensión. Fitch reconoce la naturaleza a largo plazo y la volatilidad de las obligaciones representadas por una posición con financiamiento insuficiente. Se analiza la capacidad del emisor para cumplir con estas obligaciones, pero el déficit de GAAP reportado no se incluye en el análisis de indicadores de Estados Unidos, puesto que es una medida inadecuada para la potencial necesidad de financiamiento de caja. Ver "[Analysis of US Corporate Pensions](#)", donde encontrará una descripción de los métodos que utiliza Fitch para monitorear el financiamiento insuficiente y estimar pagos futuros.

Fuente: Fitch

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2013 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, 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 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 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, 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 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 pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. 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, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.