

Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria

Enfoque de Calificación Aplicado a Entidades Dentro de un Grupo Corporativo

Metodología de Calificación Inter-Sectorial

El presente reporte es una traducción al español de la Metodología denominada en inglés "Parent and Subsidiary Rating Linkage" con fecha Agosto 8, 2012, misma que actualiza y reemplaza la metodología del mismo nombre publicada el 12 de agosto 2011.

Los criterios anteriormente separados, "Notching for Ownership and Sovereign Support – Guidelines for Local –and –Foreign Currency Notching" se añadieron a este informe como Anexo III".

Metodología Relacionada

[Metodología de Calificación de Empresas no Financieras \(Julio 3, 2013\)](#)

[Calificaciones de Entidades del Sector Público, Fuera de los EE.UU.](#)

Analistas

Finanzas Corporativas Estados Unidos

Jamie Rizzo
+1 212 908-0548
james.rizzo@fitchratings.com

Finanzas Corporativas Latinoamérica

Joe Bormann
+1 312 368-3349
joe.bormann@fitchratings.com

Finanzas Corporativas Europa

Frederic Gits
+33 1 44 29 91 84
jfrederic.gits@fitchratings.com

Finanzas Corporativas Asia-Pacífico

Andrew Steel
+65 6796 7231
andrew.steel@fitchratings.com

Alcance

Este informe describe la metodología que Fitch Ratings utiliza al asignar "Issuer Default Ratings" (IDRs) a compañías no-financieras bajo una estructura matriz-subsidiaria. Además, el informe incluye las consideraciones que Fitch toma en cuenta al evaluar los vínculos legales, operativos y estratégicos que pueden relacionar las IDRs de dos o más emisoras. Estas consideraciones se esquematizan en cinco pasos, y ayudan a la agencia a determinar las siguientes acciones de calificación, según sea necesario:

- asignar una calificación a una compañía matriz y su subsidiaria de acuerdo a sus perfiles de crédito independientes;
- igualar las calificaciones de la compañía matriz y su subsidiaria dado un alto grado de integración financiera, legal y/o de negocio;
- calificar la IDR de una subsidiaria por encima de lo indicado por su perfil de crédito individual, debido a su relación con una compañía matriz que tiene un perfil de crédito más fuerte; o
- calificar la IDR de una subsidiaria por debajo de lo indicado por su perfil de crédito individual, debido a su estrecha relación con una compañía matriz que tiene un perfil de crédito más débil.

Puntos a Destacar:

Factores que Determinan la Relación: Entender la relación multifacética que existe entre una matriz y sus subsidiarias es crucial para determinar las probabilidades de incumplimiento de cada compañía. Muchos factores hacen que este proceso sea desafiante: jurisdicción legal, estructuras corporativas, estatutos de la compañía, documentos del crédito, el grado de integración entre las entidades y la importancia estratégica de cada subsidiaria.

IDRs de Empresas no Financieras: El presente Informe de Metodología describe la metodología utilizada por Fitch con respecto a compañías públicas y privadas que operan en sectores no-bancarios y no-financieros. Cuando sea apropiado, se aplicará a relaciones matriz-subsidiaria en estructuras de operaciones de adquisición apalancada (LBO). Las expectativas de recuperación para instrumentos de deuda específicos en caso de incumplimiento tampoco son cubiertos por el presente informe, pero se describen en el informe titulado "Recovery Ratings and Notching Criteria for Non-Financial Corporate Issuers".

Aplicación de "Escalamiento" o "Notching": Las referencias al "notching" de las calificaciones en el presente informe se refieren sólo a las relaciones entre IDRs, y no a emisiones de deudas específicas. También es importante señalar que cualquier lineamiento de notching descrito en el presente informe aplica tanto a IDRs con grado de inversión como a IDRs con grado especulativo.

Excepciones: Esta metodología no aplica a compañías financieras o vehículos de financiamiento de traspaso (*pass-through funding vehicles*, o PFVs). Las primeras – subsidiarias que tienen operaciones financieras sustanciales, a menudo para compañías de bienes de capital o de comercio minorista - podrían, dependiendo del caso, recibir una IDR, la cual por lo general no excede la calificación de una empresa industrial.

Para más información sobre compañías financieras, véase "Calificación de Subsidiarias Financieras y Holdings Bancarios" Fuera de los EEUU, el uso de PFVs es más común. En Europa, estas corporaciones de cascarón por lo general no reciben una IDR debido a que no tienen otra función que la de emitir deuda para el grupo, la cual por lo general está garantizada por la matriz (y por lo tanto recibe la calificación del garante).

Marco de Consideraciones de Vinculación

Las siguientes secciones describen los pasos seguidos por Fitch al determinar si existe o no un vínculo entre las IDRs de una matriz y su emisora subsidiaria (colectivamente dichos pasos forman un Marco de Consideraciones de Vinculación, o MCV). Los cinco pasos a seguir son:



1. determinar si existe una relación matriz-subsidiaria;
2. determinar si la matriz y/o subsidiaria opera o no bajo restricciones especiales que dictan el uso de otra metodología de Fitch para el sector específico;
3. determinar la fortaleza crediticia individual de la matriz y su subsidiaria;
4. determinar la fortaleza de la relación matriz-subsidiaria, evaluando el vínculo legal, operativo y estratégico; y
5. formular una conclusión.

El diagrama de flujo simplificado (a la izquierda) resume estos pasos (el Anexo I muestra un diagrama más detallado).

Paso 1: Determinar si Existe una Relación Matriz-Subsidiaria

Antes de determinar si las IDRs de una matriz y su subsidiaria deben ser vinculadas, Fitch examina la relación entre las dos compañías para ver si es más que una asociación en participación o una asociada. Al hacerlo, la agencia determina si la propiedad que mantiene la matriz en la subsidiaria constituye un control y/o recurso suficiente por el cual deba considerarse que existe un vínculo. Si bien existen diferentes niveles de fortaleza y debilidad en esta relación, el primer paso es una decisión binaria, es decir, si existe alguna forma de relación o bien se carece de una relación significativa.

- **Relación de Asociada o de Asociación en Participación (“Joint Venture”):** un ejemplo de este tipo de relación es cuando una compañía “matriz” (o inversionista) mantiene una participación pasiva en el capital de otra compañía (vehículo o compañía participada) tal vez sin consolidar a la compañía participada en sus estados financieros, y sin control sobre decisiones estratégicas hechas por la compañía participada. Adicionalmente, la existencia de la compañía participada no se consideraría de particular importancia para la matriz. Como tal, cualquier dividendo relacionado, requerimiento de capital o deuda (generalmente sin recurso para la matriz) serían tratados como no-operativos.

En virtud de esta evaluación, no existe un vínculo potencial entre las calificaciones de las entidades, y sus calificaciones deberán estar basadas en sus respectivos perfiles de crédito independientes de forma individual. En consecuencia no habría necesidad de seguir adelante con el lineamiento de análisis que propone el informe.

- **Relación Matriz y Subsidiaria:** Si la matriz mantiene una participación mayoritaria y/o un control influyente sobre la entidad, entonces deberá considerarse que existe una relación matriz-subsidiaria para los propósitos del presente análisis. Como resultado, los pasos 2-5 del MCV se seguirían para determinar el grado de vinculación apropiado, incluso hasta IDRs potencialmente idénticas. Esto también incluiría entidades cuya existencia es de importancia estratégica para la matriz, aun y cuando los estados financieros de la compañía puedan no estar formalmente consolidados. Por ejemplo, esto podría incluir una subsidiaria que podría no ser financieramente material para su matriz pero cuya solvencia es importante (es decir, el incumplimiento de la subsidiaria podría representar un “riesgo de reputación” para la matriz) o representa un punto de entrada en un territorio extranjero importante para la matriz.

Paso 2: Determinar si Existe una Metodología de Sector Específico

El siguiente paso es que la agencia determine si existe algún obstáculo legal o regulatorio que requiera el uso de otro criterio metodológico específico de Fitch. Las compañías que operan dentro de los sectores de aseguradoras o empresas de servicios públicos se rigen por reglamentos específicos de la industria que afectarían la evaluación de Fitch de la vinculación crediticia, así como lo harían las calificaciones relacionadas con entidades del sector público (ver Estudios Relacionados). Si bien Fitch hace un esfuerzo por asignar IDRs a todas las entidades emisoras, existe flexibilidad para no asignar una IDR cuando sea apropiado.

Paso 3: Determinar las Fortalezas de Crédito Individuales

En el caso que Fitch determine que existe una relación más fuerte que la de una asociada o de una asociación en participación en una industria no regulada, el siguiente paso en el análisis sería determinar los perfiles de crédito individuales de la matriz y sus subsidiarias de acuerdo al informe de Fitch [Metodología de Calificación de Empresas no Financieras](#).

Ocasionalmente se determinará que los perfiles de crédito independientes de la matriz y su subsidiaria son los mismos. Esto ocurre cuando los respectivos perfiles de riesgo de negocio, riesgo financiero (incluyendo contingencias) y riesgo de evento de las compañías conducen a Fitch a estimar que las probabilidades de incumplimiento en sus obligaciones de deuda son similares. En este caso, las IDRs de las dos compañías serían iguales, aunque técnicamente no estarían “vinculadas” – en otras palabras, la matriz no depende de su subsidiaria para cumplir con el servicio de su deuda. Lo más probable es que esto se deba a que la matriz cuenta con suficiente flujo de caja proveniente de otras actividades y por tanto el análisis toma en cuenta los beneficios de diversificación acumulados en la entidad consolidada al asignar las IDRs a ambas entidades. Cuando se asignen IDRs idénticas pero no vinculadas a un grupo, no habrá necesidad de proceder a la Alternativa A o a la Alternativa B del MCV.

Cuando el perfil individual de la matriz es más débil que el de su subsidiaria, se sigue la Alternativa A del MCV para determinar cuál es la relación legal y operativa que existe. Por el contrario, cuando la matriz es financieramente más fuerte que la subsidiaria, se sigue la Alternativa B del MCV.

La determinación de las respectivas fortalezas crediticias de dos entidades debe estar basada en los antes mencionados perfiles de riesgo financiero, de negocio y de eventos de cada entidad. Dichos perfiles incluirían el tamaño relativo, la posición competitiva, los indicadores crediticios, las políticas fiscales y las tendencias de la industria de cada entidad, entre otros factores de análisis.

Véase el Anexo II para una discusión de los casos en que se carezca de información financiera de la subsidiaria.

Los Vínculos Legales serían por lo general la forma más importante de apoyo tangible, y resultarían en una nivelación de calificaciones.

Paso 4: Análisis de Vínculos Legales, Operativos y Estratégicos

Fitch analiza varios aspectos con el fin de evaluar el grado de vinculación que existe entre la matriz y su subsidiaria, y por ende el grado hasta el cual las IDRs están correlacionadas. Dichos aspectos son ampliamente descritos bajo los siguientes rubros: (i) Vínculos Legales, (ii) Vínculos Operativos y (iii) Vínculos Estratégicos.

Vínculos Legales

De estos tres principales sub-componentes del MCV, los vínculos legales serían generalmente los más importantes ya que podrían constituir una vinculación específica y tangible entre la matriz y subsidiaria. Como resultado, la presencia de un vínculo legal podría suplir la falta de vínculos operativos o estratégicos, y resultar en una vinculación estrecha de calificaciones (por el contrario, la ausencia de acuerdos formales no necesariamente descartará la presencia de fuertes nexos operativos y estratégicos). A continuación se presenta un análisis de los principales vínculos legales examinados por Fitch.

Garantías

Si una entidad garantiza todas las obligaciones de deuda de una entidad relacionada que es más débil que ella, se manifiesta una estrecha correlación entre las IDRs de las dos entidades. Si una subsidiaria garantiza el pago de una parte sustancial de las obligaciones de deuda no garantizada de su matriz en forma irrevocable, incondicional y sin garantía, la calificación de la deuda preferente no garantizada de la matriz que es garantizada por la subsidiaria es generalmente la misma que la de la subsidiaria. Si la matriz que es más débil que su subsidiaria incumple, la calificación del bono no se vería afectada siempre y cuando la subsidiaria cumpla con sus obligaciones en virtud de la garantía. Si el garante más fuerte incumple, la calificación de la deuda garantizada de la matriz bajaría a un nivel consistente con la IDR de la matriz. La IDR del garante, por su parte, reflejaría la carga de la garantía, así como sus propias obligaciones de deuda.

Fitch considera que las garantías otorgadas a una compañía por sus subsidiarias no son exigibles en algunas jurisdicciones, a no ser que las subsidiarias puedan demostrar que hayan obtenido algún beneficio corporativo o contraprestación adecuada ya sea en forma directa o indirecta por garantizar la deuda de su matriz. En dichas circunstancias, la agencia se apoyaría en una opinión legal con respecto a la validez y ejecutabilidad de cualquier garantía. Igualmente, algunas jurisdicciones o leyes de sociedades limitan el derecho de recurso o reclamación al garante.

Cuando sólo ciertas subsidiarias garantizan la deuda de la matriz, Fitch evalúa los perfiles de crédito individuales de las subsidiarias (particularmente si tienen diferentes perfiles de riesgo y/o actividades) y su contribución a la calificación relevante. Este análisis también consideraría si dichas garantías son otorgadas de forma conjunta y solidaria. Fitch considera que debe

existir un nivel importante de responsabilidad conjunta. Por ejemplo, la agencia consideraría fuertemente igualar la IDR de la matriz al perfil de riesgo consolidado del grupo cuando un grupo de subsidiarias que represente al menos el 80% del EBITDA grupal o de los activos garantice la deuda de la matriz. En dichas estructuras de grupo, sin embargo, los inversionistas deben asumir que las subsidiarias que no son garantes, no contribuirán a este apoyo.

Una entidad más débil que tiene sólo una parte de su deuda garantizada por una entidad más fuerte puede tener una IDR más baja que la de la entidad más fuerte (o consolidada) a pesar de que los instrumentos de deuda específicos garantizados tengan calificaciones idénticas a las IDR del garante más fuerte.

Las cartas de respaldo públicas o privadas y los convenios económico-financieros entre la matriz y sus subsidiarias (keep well agreements) no constituyen garantías legales. Fitch ha observado que algunos acuerdos de recompra de capital (capital call agreements) crean obligaciones de fondeo, en cuyo caso se tomarían en cuenta.

Restricciones de Dividendos y/o de Préstamos entre Empresas

Donde existen formas de acceso restringido al flujo de caja (un componente del mecanismo de fondo de reserva) entre una compañía matriz y sus subsidiarias, Fitch generalmente analizará por separado la respectivas probabilidades de incumplimiento, y por lo general esperará asignar IDRs diferentes si las dos entidades tienen perfiles de crédito individuales distintos. Dichos mecanismos de fondo de reserva pueden tomar la forma de restricción de pago de dividendos o restricciones financieras, antes de pagar obligaciones de préstamo subordinadas entre compañías. Los estatutos de una compañía operativa también podrían incluir una cláusula que requiera que una “super-mayoría” de miembros del consejo apruebe un dividendo o un préstamo a una parte relacionada.

La presencia de uno o varios de estos factores podría resultar en una compañía operativa con una calificación más alta que la de su matriz. Esta obligación de aislamiento podría beneficiar a la IDR de la compañía operativa al dificultar el flujo de efectivo de la parte más fuerte a la más débil en una situación de estrés. Desde la perspectiva de una compañía tenedora, su IDR se deriva en parte del mismo perfil de riesgo subyacente que el de sus principales subsidiarias. Sin embargo, está recibiendo un flujo de ingreso en la forma de dividendo o préstamo, lo cual es inherentemente discrecional por naturaleza y potencialmente variable en cuantía. Restricciones explícitas adicionales como las antes mencionadas servirían para incrementar aún más esta condicionalidad (e impredecibilidad), y ampliar el notching de la IDR entre la matriz y su compañía operativa.

De manera contraria, cuando los dividendos de una subsidiaria a sus accionistas – incluyendo una matriz dependiente, con o sin restricciones, son considerados como “quasi-servicio de deuda”, la IDR de la subsidiaria reflejará la carga o una obligación fija de pago adicional (por ejemplo, si la matriz sólo puede servir su deuda con los dividendos que recibe de su subsidiaria).

La naturaleza de los resguardos también es considerada. Cualquier resguardo de acceso restringido incluido en la documentación de bonos públicos generalmente sustentan la adherencia a dichos mecanismos por un largo plazo. Fitch no daría mucho crédito a este tipo de resguardos cuando se trate de financiamientos con la banca privada, ya que pueden ser fácilmente refinanciados – o el incumplimiento con dichos resguardos puede ser exonerado. Sin embargo, Fitch reconoce que los emisores pueden tomar medidas para eliminar los obstáculos impuestos por dichos resguardos de delimitación (ringfencing covenants) aún en obligaciones de deuda pública, a través del refinanciamiento de los bonos que contienen dicha cláusula. Fitch tomaría en cuenta la probabilidad de dicho refinanciamiento (incluyendo el tamaño total de la deuda que sea necesario refinanciar), así como la trayectoria y las intenciones anunciadas de la relación de la matriz y sus subsidiarias – en términos de movimiento de flujo de efectivo entre las entidades.

Incumplimientos Cruzados (Cross-Defaults)

Las cláusulas de incumplimiento cruzado generalmente establecen que un incumplimiento significativo en la estructura de capital de una entidad o en un instrumento de deuda de una parte relacionada, desencadena un evento de incumplimiento en otros instrumentos de deuda. Cuando esto sucede los tenedores de deuda pueden decidir si están preparados para esperar a que expire el período de gracia, considerar si el quórum relevante deberá exonerar el evento de incumplimiento, o exigirlo mediante la aceleración del préstamo. El incumplimiento cruzado le permite a todos los tenedores de deuda prepararse simultáneamente para tomar acción, mientras que avanzar a la ejecución le permite a cada uno (o bajo cláusulas de aceleración cruzada, a todos los tenedores de deuda relevantes) tomar una acción más definitiva.

Los eventos de incumplimiento pueden variar desde aquellos tan serios y ambiguos en sus implicaciones como la falta de pago de obligaciones de deuda o la declaración de insolvencia, hasta los menos serios accidentes administrativos. Algunos de estos eventos de incumplimiento (a menudo, pero de manera equívoca, referidos como “incumplimientos técnicos”), tales como el vencimiento de fechas de presentación de estados financieros, pueden no ser desencadenantes para una acción de calificación. De manera inversa, Fitch puede tratar otros eventos – tales como una oferta de canje de deuda obligatoria como incumplimiento (ver el informe titulado “*Canje Forzoso de Deuda*”) – aun y cuando las disposiciones de los bonos no definan dichos acontecimientos como Eventos de Incumplimiento. Los mecanismos de incumplimiento cruzado suelen captar garantes que han incumplido con un pago o con alguna obligación bajo otra garantía.

Cuando los incumplimientos cruzados son vistos por ambas partes deudoras como una forma de vínculo legal y como una declaración de intención, pueden llevar a nivelar o casi-nivelar las calificaciones de manera ex-ante. La materialidad se tendría que tomar en cuenta en los incumplimientos cruzados, incluyendo cualquier conjunto de excepciones al mismo y/o el tamaño relativo del instrumento de deuda que contiene el incumplimiento cruzado. Por lo menos, en un punto de estrés, los incumplimientos cruzados pueden otorgar a las clases de acreedores (que puedan tener participaciones en ambas entidades) la oportunidad para vincular los destinos de dos entidades como, por ejemplo, los acreedores al nivel de la matriz pudieran ejercer presión en la administración para ya sea apoyar o no apoyar a la subsidiaria con flujo de efectivo de la matriz – dependiendo de que dichos acreedores estén también otorgando crédito a nivel subsidiario.

Respecto a compañías que específicamente pre-pagan los bonos con obligaciones de restricción, Fitch reconoce que, cuando es factible, la matriz puede anticiparse a un escenario de deterioro subsidiario a través de la cancelación de la designación de la subsidiaria (o quitándole la definición de Subsidiaria “Restringida” o “Principal”), y de esta forma evitar desencadenar un incumplimiento cruzado de todo el grupo. Por tanto, la evaluación sobre la vinculación que hace Fitch en lo que respecta a la presencia de cláusulas de incumplimiento cruzado, seguirá siendo dinámica.

Jurisdicciones Diferentes

Aun y cuando existan garantías contractuales viables o incumplimientos cruzados, las subsidiarias multi-domiciliadas – a pesar de su fortaleza financiera – pueden no ser de beneficio para un perfil de grupo consolidado o como garante, lo anterior debido a la calidad de las distintas jurisdicciones legales en las que estén domiciliadas junto con los impedimentos (jurídicos o de otro tipo) para la ejecución de los términos contractuales.

De manera similar a las consideraciones empleadas en el Informe de Criterios Metodológicos de Fitch titulado “*Country-Specific Treatment of Recovery Ratings*”, Fitch podría elegir limitar el beneficio derivado de una garantía financiera si la subsidiaria está domiciliada en un país en donde existe preocupación sobre la estabilidad, oportunidad y/o ejecutabilidad de la ley. Esta consideración podría también extenderse a la evaluación de Fitch de soporte en situaciones distintas a aquellas en donde existe una garantía financiera completa o una cláusula de incumplimiento cruzado y en donde el potencial de apoyo podría ser negativamente afectado por cualquier restricción a la transferencia de fondos transfronteriza. Esta última podría también abarcar la metodología de Fitch titulada “*Country Ceilings*”, particularmente si el garante está en el extranjero.

Vínculos Operativos

El criterio de vinculación determinado por los vínculos operativos difiere dependiendo de si la matriz es más fuerte o más débil que su subsidiaria. Por ejemplo, la administración y la toma de decisiones en común son importantes al establecer vínculos cuando la matriz es más débil porque podría muy seguramente retirar recursos de la subsidiaria más fuerte, asumiendo que no existen delimitaciones (ringfencing). Esta es una consideración menos importante cuando la matriz es más fuerte que su subsidiaria. De manera similar la integración operativa no es relevante cuando la subsidiaria es más fuerte, dado que la matriz más débil seguramente estaría menos interesada en sinergias con la subsidiaria de lo que estaría en obtener sus flujos de caja – nuevamente, asumiendo que los mecanismos de delimitación no están en operación, como fue descrito previamente en la sección de Vínculos Legales.

Control y Estandarización Administrativa

El nivel de control y estandarización que existe entre la administración de la compañía matriz y su subsidiaria es un factor importante en la determinación del vínculo cuando la matriz es más débil que la subsidiaria. Los grados de control en este contexto indican niveles de vinculación

Los Vínculos Operativos abarcan el control administrativo, la tesorería centralizada y el ser operativamente integral al grupo.

variantes. Un ejemplo de un fuerte vínculo sería el control efectivo del consejo de administración de la subsidiaria por la compañía matriz. Un vínculo débil típicamente implicaría un bajo nivel de traslape de la alta dirección, teniendo la compañía matriz y la subsidiaria diferente Director General, Director Financiero, Consejo de Administración, y/o funciones de marketing separadas.

Tesorería Centralizada

El nivel de integración financiera entre la matriz y la subsidiaria es otra señal del grado de vinculación entre las dos entidades y consecuentemente, entre sus IDRs. Bajo un escenario de matriz débil/subsidiaria fuerte, Fitch examina el nivel de integración entre las operaciones financieras de las dos entidades para determinar el grado de vinculación entre ellas. Específicamente, Fitch consideraría que existe una vinculación fuerte cuando todo el fondeo externo es canalizado a través de la compañía matriz; con la compañía matriz actuando como tesorería central de la subsidiaria y en el otorgamiento de préstamos a las subsidiarias que no se fondean por su propia cuenta. En este escenario todo el efectivo para ambas entidades estaría retenido en una cuenta a nombre de la compañía matriz.

De manera inversa, Fitch estimaría que existe una vinculación débil cuando el fondeo es enteramente descentralizado, con todas las compañías significativas del grupo operando sus propias funciones de tesorería, y obteniendo fondos (incluyendo líneas de crédito) bajo su propia cuenta sin involucramiento de la matriz.

Traslape Operacional y/o Integración

Mientras que los primeros dos vínculos operativos previamente descritos abordan el análisis matriz débil/subsidiaria fuerte bajo la Alternativa A del MCV, el traslape operacional y la integración por lo general son sólo relevantes bajo el escenario de la Alternativa B de matriz fuerte. Un vínculo fuerte bajo este criterio reflejaría que el giro de una subsidiaria es operacionalmente integral al negocio principal de la compañía matriz. Por ejemplo, una empresa de gas y petróleo que es propietaria de subsidiarias que estén operando en el sector de petroquímica básica: la existencia de contratos de suministro de largo plazo entre dos partes, y una ausencia de proveedores alternativos, daría evidencia de una fuerte interdependencia. Niveles de integración más moderados, con considerables reducciones de costos que surjan durante un año después de la decisión de la matriz de reemplazar su subsidiaria, representarían una vinculación débil-moderada.

Los Vínculos Estratégicos sólo se consideran cuando la matriz es más fuerte. Siendo todas las variables iguales, una matriz más débil usará el flujo de efectivo de su subsidiaria más fuerte independientemente de las relaciones estratégicas.

Vínculos Estratégicos

Los vínculos estratégicos son una consideración clave al determinar la correlación de la probabilidad de incumplimiento entre una compañía matriz financieramente fuerte y una subsidiaria débil, debido a la capacidad de la matriz de apoyar financieramente a su subsidiaria si tiene sentido estratégico. Esta sección del análisis está dividida en dos áreas distintas: Importancia Estratégica y Apoyo Tangible.

Importancia Estratégica

Una subsidiaria financieramente débil se considera que es muy importante para su matriz más fuerte financieramente si el propio rendimiento de esta última depende del éxito de la subsidiaria. Cuando la importancia estratégica es tan grande que afecta potencialmente la sobrevivencia de la entidad financiera más fuerte, las calificaciones pueden ser igualadas.

En el otro extremo del espectro está una subsidiaria cuyas operaciones y/o estrategia de negocios son claramente diferentes a las operaciones principales de su compañía matriz financieramente más fuerte, y de poco valor financiero o comercial para la futura dirección de la matriz. Bajo estas últimas circunstancias, las calificaciones de las dos entidades se basarían en sus propios fundamentos crediticios, reflejando el punto de vista de Fitch de que la matriz no dudaría en vender la subsidiaria o en permitir que quiebre, si tuviese sentido en términos económicos. Entre los dos extremos del espectro existen situaciones en las que la subsidiaria tiene algo de importancia estratégica para su compañía matriz, pero no al grado que sea una conclusión inevitable que la matriz intervendría para ayudar a la subsidiaria a cumplir puntualmente con sus obligaciones de deuda.

Apoyo Tangible

Mientras más alto sea el grado de apoyo tangible demostrado entre una matriz financieramente más fuerte y su subsidiaria, más probable será que sus calificaciones estén estrechamente vinculadas. Algunos ejemplos de apoyo tangible son las inyecciones frecuentes de capital en forma de efectivo y ocasionalmente créditos entre compañías (preferentemente subordinados), y el otorgamiento periódico de propiedades (terrenos) a bajo (o cero) costo del soberano a un desarrollador de zona-franca apoyado por el estado. Los vínculos estratégicos débiles tienden a reflejarse en la ausencia de apoyo tangible o en la sola presencia de cartas de apoyo débiles a bancos. En el caso de una subsidiaria recientemente formada donde no

existe un historial de apoyo, Fitch tomará en cuenta el riesgo de evento relacionado con la subsidiaria, el grado de aislamiento de dicha entidad del resto de la estructura organizacional, y las intenciones de la administración con respecto a dicha estructura.

Fitch considera que es común que las operaciones con perfiles de negocio más riesgosos se ubiquen en una subsidiaria aislada del resto de la organización, lo cual en algunas ocasiones podría implicar una menor intención de apoyo por parte de la administración en el caso que dicha entidad no tenga éxito.

Paso 5: Conclusión y Notching

La conclusión final sobre la vinculación de IDRs y lineamientos relacionados con cualquier notching depende de si se aplica la Alternativa A o la Alternativa B del MCV. IDRs idénticas son una alternativa bajo cuatro de las cinco ramas de decisión. Cualquiera de esos casos de IDRs iguales se basaría en el perfil crediticio consolidado de las dos entidades. De manera inversa, distintas IDRs se basarían en los perfiles de crédito individuales de cada entidad. Dado que la vinculación final y las calificaciones son determinadas sólo hasta que el proceso completo del MCV ha sido concluido, Fitch tomaría en cuenta a ambos, el perfil consolidado y el perfil individual de las entidades.

Alternativa A (Matriz más Débil)

Considerando que existe vinculación entre las consideraciones legales y operativas antes descritas, y con cualquier ponderación apropiada que pueda ser necesaria, Fitch aplicará el siguiente criterio general con respecto a los niveles de IDR de las dos entidades.

Si el resultado de las consideraciones indica:

- **Fuerte Vinculación** – mientras más fuerte sea el grado de vinculación entre dos entidades, más probable será que las IDRs sean asignadas en el mismo nivel. Bajo este escenario, Fitch analizaría a la matriz y subsidiaria como una entidad consolidada – y asignaría la calificación como tal. Por ejemplo, si la condición financiera individual de la matriz sugiere una calificación 'BB', y el perfil independiente de la subsidiaria sugiere una 'BBB', las IDRs de la matriz y de la subsidiaria se basarán en el perfil de crédito consolidado – que probablemente se ubicaría en algún punto entre las dos calificaciones individuales, según el tamaño relativo de la subsidiaria.
- **Débil Vinculación** - en ciertas situaciones, donde Fitch considere que la vinculación es débil, la IDR de la subsidiaria podría estar calificada más alto que la de su compañía matriz (de manera similar, se puede hacer el notching de la matriz hacia abajo de la subsidiaria). En general, el lineamiento de calificación es un máximo de dos notches arriba para la subsidiaria si se determina una vinculación débil (delimitación contractual, no existen garantías, cero o poca gestión común), sin embargo se justificaría un notching más amplio en algunos casos debido a circunstancias específicas (por ejemplo, si una matriz está en quiebra mientras que su subsidiaria sigue operando sin riesgo de una declaración de quiebra consolidada).

La importancia relativa de los factores que determinan una posibilidad de notching será evaluada por Fitch caso a caso, ya que en ciertas situaciones algunos factores individuales tenderán a cobrar mayor ponderación en el análisis. Sin embargo, en muchos casos el factor más relevante al evaluar llevar la IDR de la subsidiaria por sobre la IDR de la matriz, es que los flujos de caja de la primera se encuentren protegidos ya sea legalmente, o en los estatutos de la compañía.

Alternativa B (Matriz más Fuerte)

Assumiendo que existe vinculación entre las consideraciones legales, operativas y estratégicas, el siguiente criterio general con respecto a los niveles de IDR de las dos entidades se aplicará. Si el resultado de las respuestas indica:

- **Fuerte Vinculación:** mientras más fuerte sea el grado de vinculación entre las dos entidades, más probable será que las IDRs estén estrechamente correlacionadas entre sí; sin embargo, eso no quiere decir que serán idénticas. Aun y cuando en esta situación existe la posibilidad de que las IDRs de la matriz y la subsidiaria sean iguales (asumiendo que se podría establecer una fuerte vinculación), también es posible que la IDR de la subsidiaria sea menor que la IDR de la matriz, típicamente dentro de un rango de cinco notches. Con el fin de calificar la IDR de la subsidiaria al mismo nivel que la de su matriz en este escenario, Fitch esperaría que una gran mayoría de los lineamientos del

siguiente sub-conjunto de criterios se cumplan:

- disposiciones de incumplimiento cruzado integrales que afecten tanto a la matriz como a la subsidiaria en sus principales grupos de crédito y obligaciones de deuda pública;
- la subsidiaria es operativamente integral al negocio principal de la matriz;
- la subsidiaria es estratégicamente importante para la dirección futura de las operaciones del grupo, proveyendo potencialmente beneficios fiscales o acceso a mercados a los cuales la matriz no podría de otra forma tener acceso;
- apoyo financiero tangible es otorgado por la matriz a la subsidiaria en la forma de constante subsidio en efectivo o garantía;
- el nivel de inversión de la matriz en su subsidiaria es considerado significativo con respecto a la escala del grupo y sus recursos financieros; y
- estrategia de grupo públicamente declarada o notificada a la agencia con respecto al manejo que hace la matriz de su subsidiaria.

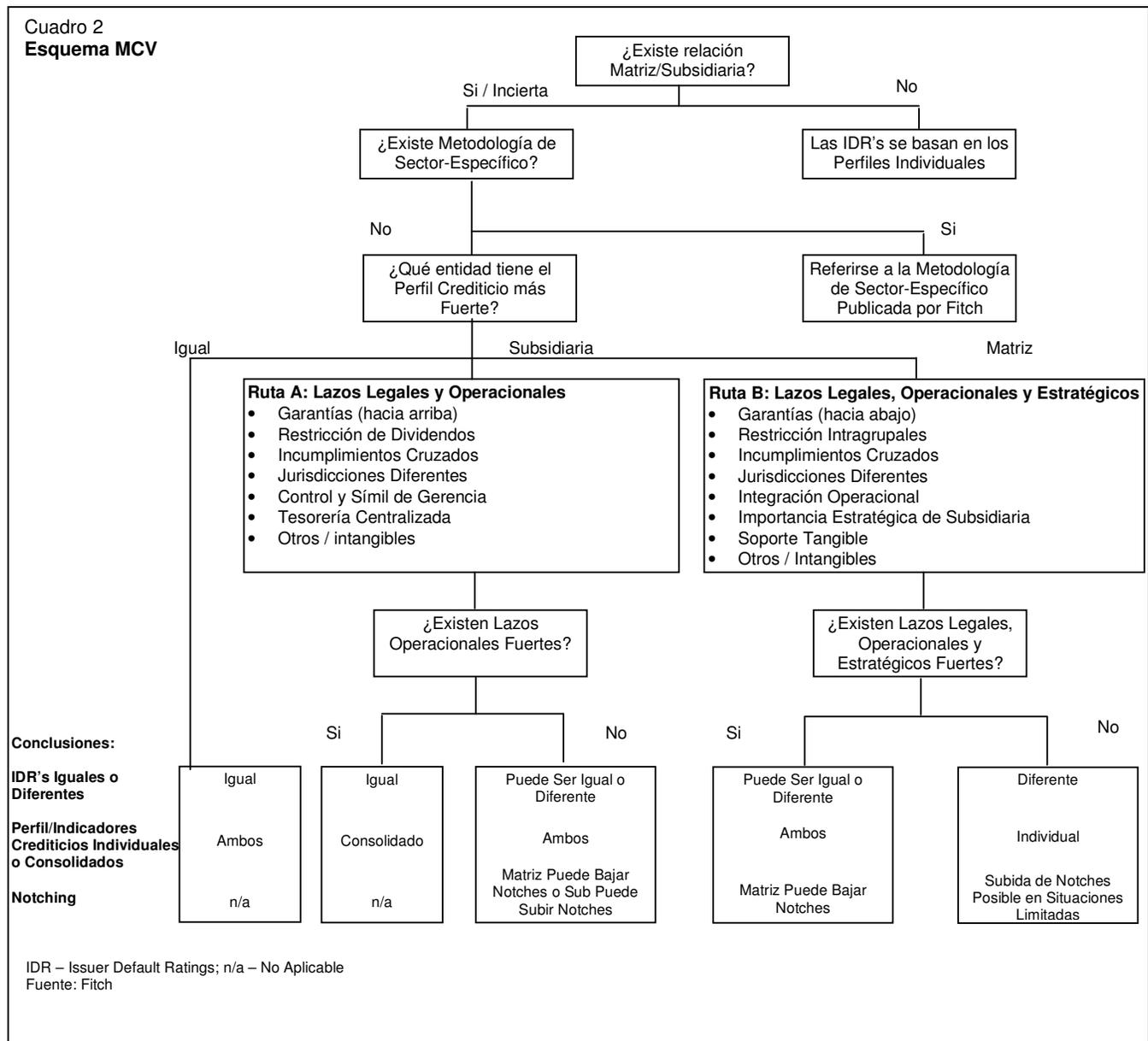
En la medida que sólo algunos de los criterios antes enunciados se cumplan en este escenario, el juicio analítico de Fitch determinará el nivel de notching a la baja que deberá aplicarse a la IDR de la subsidiaria.

- **Débil Vinculación** – en situaciones en las que Fitch considere que hay una relación de vinculación débil bajo la Alternativa B del diagrama MCV, las IDRs de la matriz y la subsidiaria no deberán ser vinculadas y por lo tanto deberán ser basadas en los respectivos perfiles de crédito independientes de las dos entidades. Fitch reconoce que hay casos en que una matriz (como un conglomerado o un país) tiene una participación minoritaria en una compañía operativa (“subsidiaria”) donde sería mayor carga para la matriz el permitir que la subsidiaria se declare en quiebra que lo que sería mantener los aportes de capital. Este es el típico caso cuando la reputación de la matriz se vería dañada al permitir que la subsidiaria se declare en quiebra (por lo general llamado “riesgo de reputación”). Dado que estas inversiones por lo general comprenden participaciones minoritarias, sus calificaciones pueden o no estar determinadas por el MCV (paso #1: Determinar si existe una relación Matriz-Subsidiaria). Si Fitch considera que la matriz podrá apoyar a la subsidiaria en tiempos de crisis, la agencia considerará hacer el notching hacia arriba de la calificación independiente de la subsidiaria.

Limitaciones

Por favor véase la sección “Limitaciones” en la metodología maestra [Metodología de Calificación de Empresas no Financieras](#).

Anexo I



Anexo II

Lineamientos para la Calificación de la Deuda de una Subsidiaria sin Información Financiera Individual o Garantías de la Matriz

Existen casos en que una subsidiaria ha emitido deuda pública en bonos de largo plazo pero no emite sus estados financieros individuales y tampoco obtiene una garantía de la matriz. Esta situación por lo general ocurre después de una adquisición, donde el emisor de deuda (la subsidiaria) es adquirido y la compañía que la adquiere (la matriz) no está obligada a garantizar los bonos o proveer los estados financieros de la subsidiaria adquirida.

Puede haber muchas razones para la matriz para no refinanciar la deuda de la subsidiaria a nivel de matriz, incluyendo un período corto de maduración o de una provisión “make-whole” costosa, entre otras cosas. La decisión de la matriz de no garantizar la deuda de la subsidiaria también podría tener como motivo gastos administrativos o de registro adicionales, así como flexibilidad relacionada con una naturaleza de negocio en evolución.

En dichas instancias, Fitch usará los siguientes factores como guía para mantener y determinar la calificación de deuda de una subsidiaria. Esta metodología no aplica a la deuda de una subsidiaria que genera la gran mayoría de los flujos de caja de una compañía, ya que en ese caso el analista puede determinar en forma razonable la situación financiera de la subsidiaria aunque no se publiquen estados financieros por separado.

Es importante destacar que los lineamientos proporcionados abajo no son una alternativa a la metodología de Vínculo entre Matriz y Subsidiaria descrita en la parte central de este informe, y tampoco estos lineamientos se consideran apropiados para emisiones de deuda nuevas. Los lineamientos de abajo deberían usarse solamente en circunstancias excepcionales después de tratar de aplicar los criterios básicos a una deuda existente, y a menudo podrían resultar en que Fitch no pudiese mantener la calificación de una subsidiaria.

Paso 1: Consideraciones para Mantener la Calificación de Deuda de la Subsidiaria

- 1. Razones/Intenciones de la Gerencia:** Es muy poco probable que Fitch pudiera mantener las calificaciones de una subsidiaria si la principal razón para no garantizar la deuda de esa subsidiaria es que la gerencia desee una mayor flexibilidad para un modelo de negocio en evolución. Esto podría indicarle a Fitch que la matriz y la compañía adquirida podrían no ser un buen “calce” estratégico en el largo plazo y que la posición financiera de la subsidiaria podría cambiar drásticamente en el futuro. Por otro lado, si la decisión se basa en la carga o los gastos administrativos adicionales, Fitch procedería a analizar los factores restantes mencionados abajo.
- 2. Capacidad para Apoyar a la Subsidiaria:** El segundo factor que Fitch tomaría en cuenta se centra en la estabilidad financiera de la matriz (en base a una consolidación completa pro forma). Es más probable que se mantengan las calificaciones de la subsidiaria si la matriz es calificada grado de inversión o dentro de la categoría ‘BB’. Una calificación de la matriz en la categoría ‘B’ o menos resultaría en el retiro de la calificación de la subsidiaria por parte de Fitch.
- 3. Historial del Tratamiento de la Gerencia a los Tenedores de Bonos:** En muchos casos Fitch no calificará la deuda de una subsidiaria si la gerencia de la matriz (con la compañía actual o en su rol previo) en el pasado permitió que una de sus subsidiarias emisoras de deuda cayera en incumplimiento o que una de sus subsidiarias se vendiera y como resultado tuviera un perfil crediticio más débil.
- 4. Integración Operacional/Estratégica:** Fitch considera favorablemente una adquisición vertical u horizontal que se hace con la intención de integrar completamente la producción, la distribución, las compras, la tesorería, la facturación, el servicio al cliente y las marcas de productos, entre otras funciones. Esto también le indicaría a Fitch que los estados financieros consolidados son una buena representación del perfil financiero futuro de una empresa, ya que esto minimizaría la probabilidad de que se venda una de las subsidiarias. Además, Fitch considera favorablemente aquellas adquisiciones que son complementarias y que proveen a la empresa con potenciales sinergias en los ingresos. Es menos probable que Fitch le de crédito a situaciones en que la subsidiaria adquirida siga siendo un activo separado, ya sea en términos de producto, marca, cadena de suministro o desde un punto de vista geográfico, a no ser que haya fuertes lazos complementarios.

5. Otras Consideraciones

- a. **Expectativas para un Futuro Acceso al Mercado de Bonos:** La necesidad de una matriz de tener futuro acceso al mercado de bonos para poder refinanciar deuda existente o debido a un historial de adquisiciones financiadas con deuda se considerará como un punto a favor de mantener una calificación para la deuda de la subsidiaria. Se piensa que un calendario de amortizaciones de deuda de la matriz que coincide con el de la subsidiaria representa un fuerte incentivo para la matriz para mantener su acceso a los mercados de renta fija y con ello no solo servir de soporte para la deuda de la subsidiaria sino que también para refinanciar esta deuda a nivel de matriz.
- b. **Términos Legales, Incumplimiento Cruzado o Incumplimiento Cruzado de una Subsidiaria Importante:** Aquellas situaciones en que la subsidiaria adquirida califica como “subsidiaria”, “subsidiaria importante” o “subsidiaria principal” (o cualquier término parecido) tal como se describe en la sección “eventos de incumplimiento” del paquete oficial de resguardos de la deuda de la matriz se consideran favorables para el mantenimiento de la calificación de deuda de la subsidiaria. Este tipo de lenguaje a menudo declara un incumplimiento por parte de la matriz en el momento que haya un incumplimiento por parte de tal subsidiaria. Las fechas de vencimiento de los bonos de matriz aplicables (incluyendo cualquier tipo de refinanciamiento futuro) deberán extenderse más allá de las fechas de vencimiento de la deuda subsidiaria para que puedan mantenerse las calificaciones. Debido a que estos términos son más comunes en los contratos de créditos bancarios y bonos, el uso histórico y los préstamos vigentes deberán tomarse en cuenta. Sin embargo, este lenguaje por sí solo puede no ser suficiente para justificar el mantener una calificación debido a que la importancia estratégica de largo plazo y la integración operacional también deberán considerarse.
- c. **Riesgo de Reputación:** En situaciones en que la subsidiaria se renombró para reflejar la marca de la matriz, el riesgo de reputación podría representar un potencial incentivo para que la matriz le brinde apoyo a la subsidiaria. Este también sería un factor si la matriz está usando la subsidiaria como un punto de acceso para un país/mercado nuevo.

Paso 2: Metodología para Determinar Tales Calificaciones

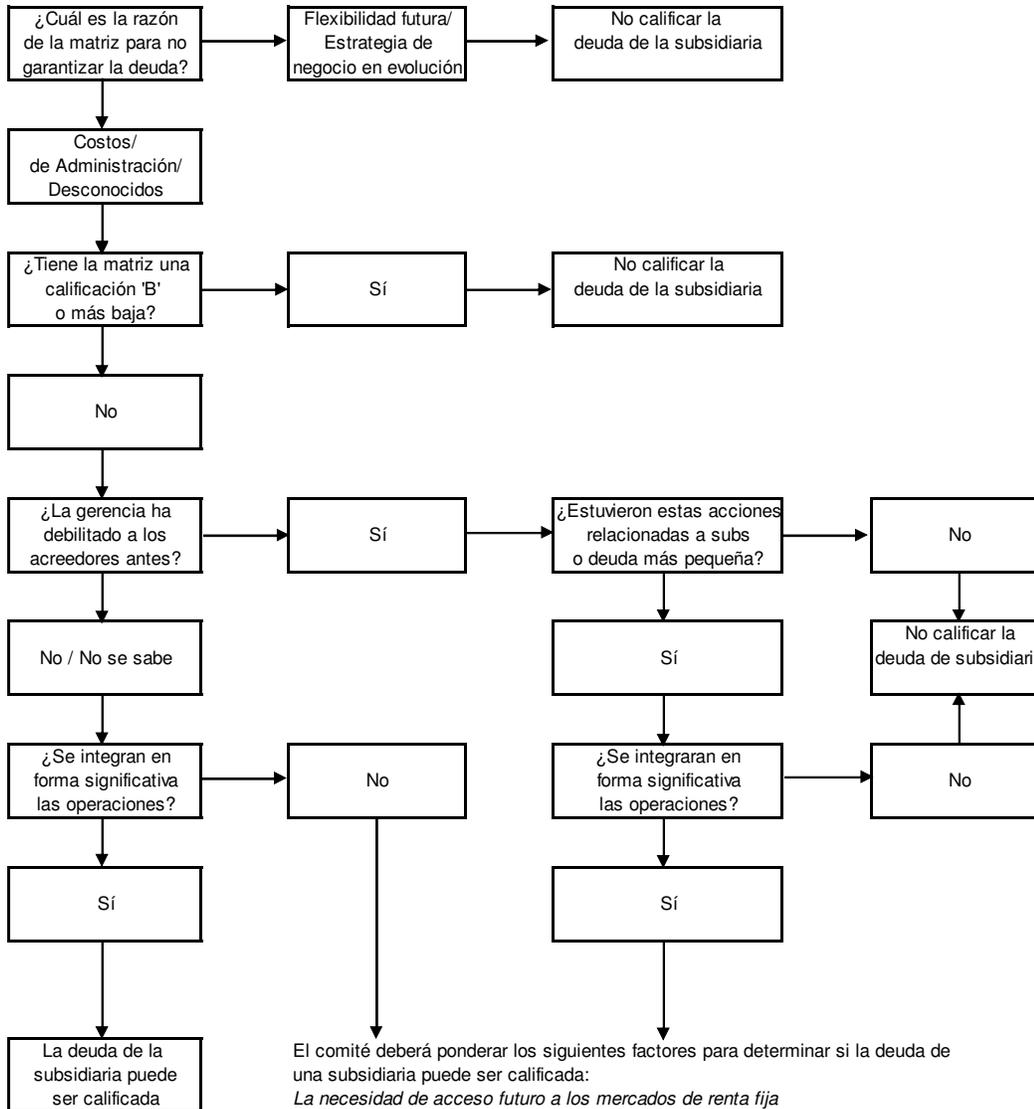
Lo siguiente esquematiza la metodología que usa Fitch cuando califica una subsidiaria que no cuenta con información financiera individual o una garantía de la matriz. La metodología está basada en el perfil crediticio de la matriz bajo una completa consolidación pro forma de la adquisición aplicable (si es que todavía no se ha realizado). Este paso sólo es aplicable si el analista determina que la calificación de la deuda de la subsidiaria puede mantenerse en base a las consideraciones explicadas arriba en el Paso 1.

Cuadro 3: Paso 2: Metodología para Determinar Tales Calificaciones Calificación de la Matriz	Metodología para la Calificación de la Subsidiaria
Categorías Grado de Inversión y ‘BB’	<ul style="list-style-type: none"> * Como una directriz general, las calificaciones de los instrumentos de deuda no garantizados y subordinados de la subsidiaria serán iguales a las calificaciones de deuda no garantizada de la matriz. Sin embargo, el comité tiene la discreción de calificar la deuda de la subsidiaria un <i>notch</i> por debajo de la matriz. * La calificación de la deuda garantizada de la subsidiaria probablemente será igual a la calificación de la deuda no garantizada de la matriz, sin embargo, el comité tiene discreción para calificar la deuda un <i>notch</i> más alto si hubiese una cobertura de activos sustancial a nivel de subsidiaria en el momento de la adquisición, si la deuda vence antes de cinco años, y si se espera que las operaciones del negocio se mantengan estables.
Categoría ‘B’ o menos Fuente: Fitch Ratings	Las calificaciones de las subsidiarias se retirarán.

Cuadro 4:

Anexo 2: Diagrama de Flujo

Calificando Deuda de Subsidiarias sin Información Financiera Individual o Garantía de la Matriz



El comité deberá ponderar los siguientes factores para determinar si la deuda de una subsidiaria puede ser calificada:

- La necesidad de acceso futuro a los mercados de renta fija*
- Lenguaje importante de deuda cruzada a nivel de subsidiaria*
- Riesgo de Reputación*
- Fortaleza crediticia general de la matriz (una matriz 'BB' podría tener menos flexibilidad que una matriz 'A')*
- Las intenciones de la gerencia expresadas públicamente (si es que hubiese)*
- La importancia de deuda de subsidiaria existente en comparación con acciones negativas previas (si fuese aplicable)*

Fuente: Fitch

Anexo III

Vínculo de Calificación con el Estado

La metodología anterior también se aplica a la calificación de una entidad de propiedad estatal (*state-owned entity*, o SOE) o una entidad apoyada por el estado.

Los tres títulos previos para vínculos legales, estratégicos y operativos son igualmente aplicables a la evaluación de Fitch de la vinculación entre el soberano y las entidades de propiedad pública o privada relacionadas con él. Como en el enfoque anterior para corporaciones con propiedad pública o privada que no están vinculadas por garantías explícitas, la propiedad completa o mayoritaria de una subsidiaria no lleva a nivelar las IDRs de dos entidades. Los obstáculos al igualar calificaciones incluyen la débil ejecutabilidad de una garantía soberana explícita y la probabilidad de falta de pago bajo dicha garantía desencadenando un incumplimiento cruzado significativo e inmediato en su deuda soberana directa. Las consideraciones de tamaño en relación a la matriz soberana pueden también ser relevantes. De ahí que, como se muestra en los estudios periódicos de Fitch, más del 70%-80% de las entidades relevantes en EMEA y Asia-Pacífico no tienen la misma IDR que la matriz del estado o relacionada con el estado sólo por tener vínculos de propiedad.

En cuanto a las consideraciones estratégicas, algunas industrias tales como ferrocarrileras y correos pueden ser fundamentalmente estratégicas para el país, y la propiedad por parte del estado puede apoyar el caso para lograr más altas calificaciones de crédito. Esto, por sí mismo, no es suficiente para hacer un caso para nivelar las calificaciones – formas típicas de involucramiento gubernamental para dichas entidades pueden tanto incentivar como ser perjudiciales para apoyar una vinculación. De manera inversa, las industrias que tienen valor estratégico para un país, pero cuyas compañías han sido privatizadas u operan en ambientes competitivos tales como telecomunicaciones y servicios públicos con regímenes de establecimiento arancelario evaluados de manera verdaderamente independiente – es poco probable que se beneficien del mismo grado de vinculación de calificación, por razones de su importancia estratégica.

Operativamente, algunas compañías incorporan objetivos de desarrollo estatal tales como el desarrollo de infraestructura nacional. Son de particular interés los países ricos en petróleo, cuyos SOEs por lo general reciben apoyo tangible periódico de manera de alejarse de la dependencia de las actividades relacionadas con el petróleo. De igual forma, algunas compañías de petróleo y gas no-estatales pueden estar cerca de considerarse brazos del estado en términos de generación de ingresos, y esta forma de conectividad mutuamente beneficiosa puede favorecer la IDR de una compañía.

Evaluar el grado de apoyo es siempre potencialmente dinámico. Existen diferencias en la vinculación de la matriz y subsidiaria entre entidades corporativas-corporativas y entidades corporativas-estatales y el notching de apoyo, ya que es más probable en el grupo corporativo-estatal que el notching de apoyo se pueda ampliar cuando la matriz, el estado, está bajando en la escala de calificación. En la experiencia de Fitch cuando países con alto grado de inversión han expresado el deseo de apoyar a la entidad más débil que está siendo evaluada, dicho apoyo (probablemente en curso en el momento dado) es menos cuestionado, dada la mayor capacidad financiera del soberano altamente calificado. Sin embargo, la reciente crisis ha demostrado que cuando los soberanos tienen menor calificación, enfrentando algunos de ellos inesperadamente un débil acceso a los mercados de capitales, su voluntad para apoyar el mismo tipo de entidad puede ser re-priorizada. Bajo el último escenario, Fitch puede ampliar el notching de la manera correspondiente.

Escalonamiento o Notching para Reflejar Propiedad y Soporte del Soberano – Lineamientos para el Notching de Calificaciones en Moneda Local y Extranjera

Al llevar a cabo el notching hacia abajo de una corporación con respecto a la calificación del soberano, el mismo monto de notching hacia abajo es normalmente aplicado a ambas, la calificación en moneda local y la calificación en moneda extranjera. Por lo tanto, cuando la IDR en ML del soberano es más alta que la IDR en ME, y el notching se establece en un escalón o notch, la Calificación en ML de la entidad calificada se establecerá un notch por debajo de la IDR en ML del soberano, y un notch por debajo de la IDR en ME del soberano.

Al usar diferentes puntos de partida para el notching hacia abajo se está reconociendo que a menudo la capacidad y disponibilidad del soberano para respaldar obligaciones en ME es diferente a la que existe para las obligaciones en ML de una entidad calificada.

Capacidad de Soporte del Soberano Puede Variar Dependiendo de la Moneda

A menudo la IDR en ML del soberano está por encima de la IDR en ME, reflejando el mayor acceso que tiene el soberano a la ML. Además, los emisores soberanos tienen mayores posibilidades que las entidades del sector privado de caer en un incumplimiento selectivo, y en ese sentido, es posible que el soberano diferencie entre las obligaciones en ME y las obligaciones en ML, favoreciendo a menudo (pero no siempre) a estas últimas.

La mayoría de los soberanos típicamente reciben casi todos sus ingresos (impuestos, cargos, etc.) en ML. Además, muchos gobiernos soberanos tienen acceso preferencial a los mercados de capitales domésticos, los cuales pueden ser fuentes de financiamiento más confiables que los mercados de capitales internacionales. Un factor crucial es que la mayoría de los soberanos también controlan en última instancia la oferta de dinero local mediante el banco central, y en teoría podrían imprimir dinero, aunque no de manera indefinida, para financiarse ya sea a sí mismos o a las entidades de propiedad soberana (*sovereign-owned entities*, SOEs).

Por otro lado, con la excepción de productores de materias primas y economías “dolarizadas”, el acceso a ME se logra mediante compras en el mercado cambiario (o del banco central) o a través de deuda en moneda extranjera. Por lo tanto, el acceso que tiene un gobierno a ME depende de la capacidad de la economía (más que del soberano) de generar ME y la disposición de los participantes de mercado de cambiarla por ML.

La agencia reitera que en las instancias en que el equipo analítico decida subir la calificación de notch para reflejar el soporte del soberano, las IDRs en ML y ME generalmente estarían restringidas por la IDR en ML y ME, respectivamente. Esto refleja el hecho que Fitch usa un enfoque de sustitución más que analítico cuando considera mejoras de soporte, y no espera que el soporte se extienda más allá de la calidad crediticia en ML y ME del soberano mismo.

Por otro lado, una limitación para asignar el mismo nivel de calificación en ML y ME a una entidad del sector privado es el tope representado por el Techo País. El Techo País refleja el riesgo de que el soberano imponga restricciones que impidan la convertibilidad de ML en ME. Consecuentemente, las Calificaciones en ME de muchas entidades calificadas no excederán el Techo País (a no ser que hayan características específicas que reducen en forma significativa la vulnerabilidad del crédito al riesgo de transferencia y convertibilidad); véase el informe [Rating Non-Financial Corporates Above the Country Ceiling](#).

Limitaciones para el Escalonamiento (*Notching*) en ML y ME

Fitch ha identificado varias circunstancias que requerirían un enfoque de escalonamiento diferente a la metodología estándar descrita en este informe. Estas circunstancias incluyen las siguientes:

Riesgos Cambiarios Adicionales

Fitch reconoce que se justificaría una excepción al enfoque general cuando, después de haber consultado con el grupo soberano, se considera que existen ciertos riesgos de moneda extranjera que no están completamente reflejados en el notching estándar.

Esto podría, en algunas instancias, ser el caso en que las obligaciones en ME de la entidad respaldada sean significativas comparado con los recursos en ME del soberano, lo cual seguramente limitaría la capacidad o disponibilidad del soberano de otorgar soporte en ME (más allá de la diferencia que ya existe entre la calificación en ME y la calificación en ML). Los soberanos podrían ser reacios de respaldar una SOE si esto podría resultar en presiones sobre sus propias calificaciones. En ese caso, es probable que el soporte en ME brindado a una SOE sea menos fácilmente accesible que el soporte en ML.

Acceso Privilegiado a Fondeo en Moneda Extranjera

No es inconcebible que las SOEs que se encuentran ubicadas en países con un Techo País por sobre la IDR en ME tengan un buen acceso a financiamiento en ME, incluso cuando el soberano tenga problemas financieros.

En el caso en que una entidad calificada genera una parte sustancial de sus ganancias en ME y – esto es crucial – es improbable o imposible que la matriz estatal le prohíba usar estos fondos para el pago de acreedores extranjeros en una crisis de deuda soberana (en el caso en que los fondos se mantienen en el extranjero, por ejemplo, como lo hacen algunas empresas petroleras estatales), podría haber suficientes argumentos para asignar una calificación de emisión en ME por arriba de la IDR en ME del soberano. En la medida en que esto pueda

demostrarse (y provisto que la calidad crediticia independiente de la SOE sea mejor que la del soberano), su calificación en ME podría ser superior a la IDR en ME del soberano.

Ante la Ausencia de una Calificación Soberana

En los casos en que Fitch no califica el soberano vinculado a la SOE, la agencia por lo general calificaría a la SOE en base a su perfil independiente. Si no existe suficiente información para realizar un análisis crediticio independiente de la SOE, Fitch no podrá calificar a la SOE.

Por otro lado, en los casos en que Fitch haya desarrollado una opinión interna de la calidad crediticia del soberano en ML y/o ME, sin que haya una calificación soberana pública, la metodología descrita en este informe por lo general será aplicable. Los estudios del emisor expresarán claramente el grado de vinculación y el enfoque aplicado (es decir, un notching hacia abajo desde la evaluación del soberano o un notching hacia arriba desde la evaluación independiente de la SOE).

Excepciones

Calificación de una Entidad del Sector Público

Esta metodología no aplica en los casos en que la compañía corporativa es clasificada por Fitch como una entidad del sector público (*public sector entity*, o PSE), definida de la siguiente manera:

“Una entidad con propiedad mayoritaria o fuerte control directo o indirecto del estado/subnacional (patrocinador) o con un estatus especial público equivalente, cuyas actividades cumplen con un mandato del sector público en un sector no competitivo, en donde las formas del subsidio estatal o apoyo del patrocinador compromete la mayoría de los ingresos para la entidad o recibe inyecciones de capital subsecuentes y son de importancia relevante para el perfil financiero existente o esperado de la entidad. Generalmente dichas entidades no tienen una función de maximización de utilidades netas, siendo su rentabilidad por lo general determinada por los apoyos o subsidios previamente mencionados.”

“Updated: Sovereign-Owned Corporate Ratings in EMEA: Dubai Restructuring not a Precedent” Fecha: 4 Diciembre, 2009

“Sovereign Ownership Impact on Corporate Ratings – Asia” Fecha: 8 Marzo, 2010

Para dichas PSEs, Fitch aplica su metodología titulada *Calificaciones de Entidades del Sector Público – Fuera de los EE.UU.*

Calificación en Escala Nacional

La discusión anterior sobre el *notching* en ME y ML no es relevante para las calificaciones en escala nacional.

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. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 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 afirmó 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.