

Crerios | Empresas

Metodología para calificar empresas

Fecha de publicación: 19 de noviembre de 2013

Global Criteria Officer, Calificaciones de Empresas:
Mark Puccia, Nueva York 1 (212) 438-7233; mark.puccia@standardandpoors.com

Chief Credit Officer, América:
Lucy A Collett, Nueva York 1 (212) 438-6627; lucy.collett@standardandpoors.com

European Corporate Ratings Criteria Officer:
Peter Kernan, Londres 44(20) 7176-3618; peter.kernan@standardandpoors.com

Criteria Officer, Asia Pacífico:
Andrew D Palmer, Melbourne 61 (3) 9631-2052; andrew.palmer@standardandpoors.com

Criteria Officer, Corporate Ratings:
Gregoire Buet, Nueva York 1 (212) 438-4122;
gregoire.buet@standardandpoors.com

Contactos analíticos:
Mark S Metrick, CFA, Toronto 1 (416) 507-2584; mark.metrick@standardandpoors.com
Guy Deslondes, Milán 39 (02) 72111-213; guy.deslondes@standardandpoors.com
Michael P Altberg, Nueva York 1 (212) 438-3950; michael.altberg@standardandpoors.com
David C Lundberg, CFA, Nueva York 1 (212) 438-7551; david.lundberg@standardandpoors.com
Anthony J Flintoff, Melbourne 61 (3) 9631-2038; anthony.flintoff@standardandpoors.com
Pablo F Lutereau, Buenos Aires 54 (114) 891-2125; pablo.lutereau@standardandpoors.com

1. Standard & Poor's Ratings Services está actualizando sus criterios para calificar empresas industriales y de servicios públicos. Los criterios propuestos organizan el proceso analítico de acuerdo con un marco común y articulan los pasos para llegar al perfil crediticio individual (SACP, por sus siglas en inglés para *stand-alone credit profile*) y para determinar la calificación crediticia de emisor (ICR) para una entidad corporativa.

2. Este artículo se relaciona con nuestro documento de criterios "Principios de las Calificaciones Crediticias", cuya versión en español se publicó el 4 de abril de 2011 (versión en inglés el 16 de febrero de 2011).

RESUMEN DE LOS CRITERIOS

3. Los criterios describen la metodología que usamos para determinar el SACP y la ICR para empresas corporativas industriales y de servicios públicos. Nuestra evaluación refleja los perfiles de riesgo de negocio de tales compañías, sus perfiles de riesgo financiero y otros factores que podrían modificar el resultado del SACP (véase "General Criteria: *Stand-Alone Credit Profiles: One Component Of A Rating*", publicado el 1 de octubre de 2010, para la definición del SACP). Los criterios brindan mayor claridad sobre la manera en que determinamos el SACP y la ICR de un emisor y son más específicos para detallar varios factores del análisis. Los criterios también ofrecen una guía clara sobre la manera en que usamos estos factores como parte del proceso para determinar la calificación final. Standard & Poor's busca que los criterios propuestos den al mercado un marco que brinde claridad sobre nuestro enfoque para el análisis fundamental de los riesgos crediticios corporativos.

4. El perfil de riesgo del negocio comprende el riesgo y retorno potencial de una empresa en los mercados en los que participa, el entorno competitivo en esos mercados (su riesgo de la industria), los riesgos país que afronta en esos mercados, y las ventajas y desventajas competitivas que tiene en dichos mercados. El perfil de riesgo del negocio afecta el tamaño del riesgo financiero que una empresa puede tolerar en un nivel dado de SACP y constituye la base del éxito económico esperado de una empresa. Combinamos nuestras evaluaciones de riesgo de la industria, riesgo país, y posición competitiva para determinar la evaluación del perfil de riesgo del negocio de una empresa.

5. El perfil de riesgo financiero es el resultado de las decisiones de la administración en el contexto de su perfil de riesgo del negocio y sus tolerancias al riesgo financiero. Esto incluye las decisiones sobre la manera en que la administración fusca financiar la empresa y cómo construye su balance. También refleja la relación de los flujos de efectivo que la organización puede alcanzar, dado su perfil de riesgo del negocio, respecto de sus obligaciones financieras. Los criterios usan el análisis de flujo de efectivo / apalancamiento para determinar la evaluación del perfil de riesgo financiero de un emisor corporativo.

6. Posteriormente combinamos la evaluación del perfil de riesgo de negocio de un emisor con la del perfil de riesgo financiero para determinar su ancla. Los factores adicionales de calificación pueden modificar el ancla. Tales factores son: efecto de diversificación/carera, estructura de capital, liquidez, política financiera, y administración y gobierno corporativo. El análisis comparativo de calificación es el último factor analítico considerado en los criterios propuestos para determinar el SACP final de una empresa.

7. Los criterios propuestos se complementan con criterios específicos para cada sector, denominados Factores Crediticios Clave (KCFs por sus siglas en inglés para *Key Credit Factors*). Los KCFs describen las evaluaciones de riesgo de la industria asociadas con cada sector y pueden identificar los criterios específicos del sector que reemplazan ciertas secciones de estos criterios. Por ejemplo, el criterio de liquidez establece que el artículo de Factores Crediticios Clave correspondiente puede especificar estándares diferentes que los indicados dentro de la sección de liquidez para evaluar a empresas que son parte de industrias excepcionalmente estables o volátiles. Los KCFs también pueden definir criterios específicos del sector para uno o más de los factores de análisis. Por ejemplo, el análisis de la posición competitiva de una empresa de servicios públicos es diferente de la metodología para evaluar la posición competitiva de una compañía industrial. El KCF de empresas de servicios públicos describirá los criterios que usamos para evaluar la posición competitiva de estas empresas (véase "Factores Crediticios Clave para la industria regulada de servicios públicos", publicado el 21 de noviembre de 2013).

ALCANCE DE LOS CRITERIOS

8. Esta metodología aplica a los emisores crediticios corporativos no financieros en todo el mundo. Por favor véase "*Criteria Guidelines For Recovery Ratings On Global Industrial Issuers' Speculative-Grade Debt*", publicado el 10 de agosto de 2009, y "*2008 Corporate Criteria: Rating Each Issue*", publicado el 15 de abril de 2008, para más información sobre nuestra metodología para determinar calificaciones de emisión. Esta metodología no aplica a los siguientes sectores, con base en las características únicas de los mismos, los cuales requieren un marco diferente de análisis o modificaciones sustanciales respecto a uno o más factores de análisis: entidades de financiamiento de proyectos, desarrolladores de proyectos, arrendadoras de equipos de transporte, arrendadoras de automóviles, empresas de intermediación de materias primas internacionales (*commodities*), tenedoras de inversiones y empresas que maximizan sus tasas de retorno mediante la compra y venta de tenencias de capital, compañías generales de intermediación de Japón, bursatilizaciones corporativas, organizaciones no lucrativas y cooperativas, sociedades de participación limitada, socios de sociedades de participación limitada, y otras entidades cuyos flujos de efectivo se derivan principalmente de su participación en tenencias de capital.

IMPACTO SOBRE LAS CALIFICACIONES VIGENTES

9. Esperamos que cambie de 5% a 10% de nuestras calificaciones de empresas industriales y de servicios públicos dentro del alcance de estos criterios. De ese número, esperamos que aproximadamente 90% reciban un cambio de un solo nivel (*notch*), y que la mayoría del resto reciba un cambio de dos niveles. Unas dos terceras partes de los cambios de calificación serán alzas.

FECHA DE ENTRADA EN VIGOR Y TRANSICIÓN

10. Estos criterios entran en vigor inmediatamente en la fecha de su publicación.

METODOLOGÍA

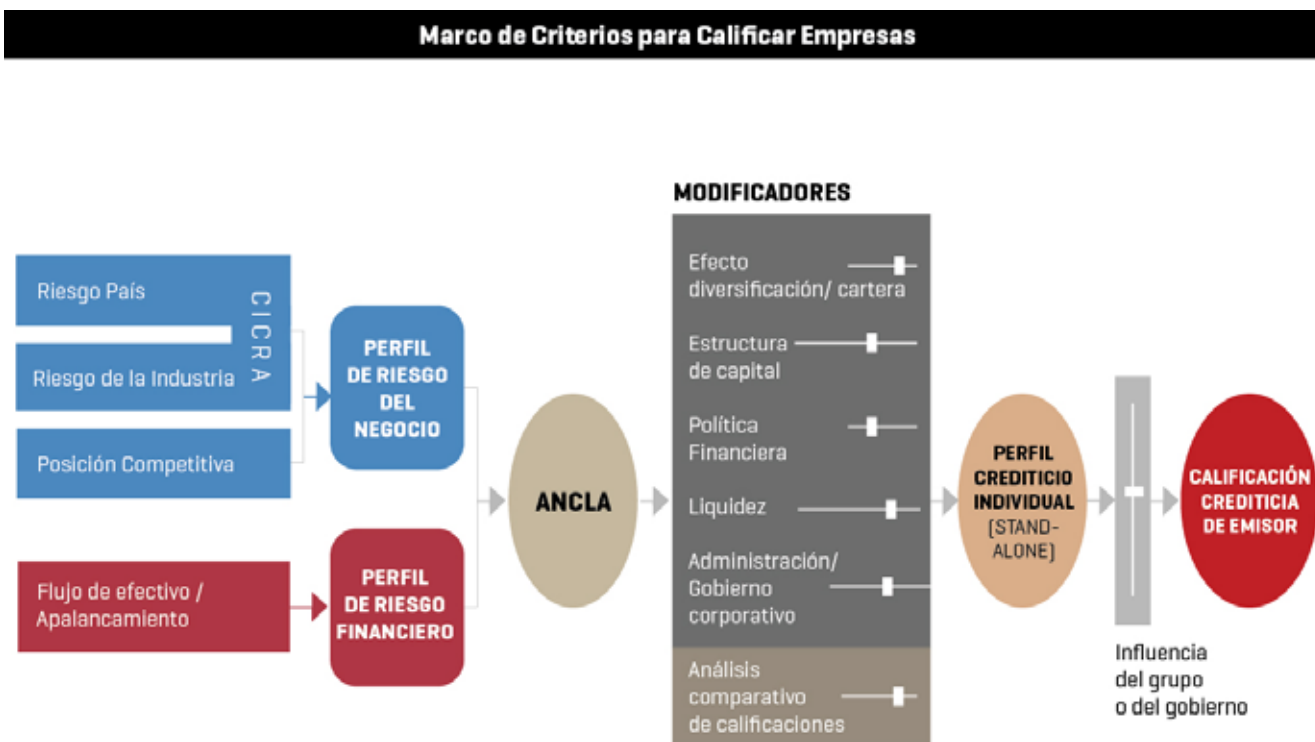
A. Marco de Calificaciones de Empresas

11. La metodología analítica de empresas organiza el proceso analítico de acuerdo con un marco común y divide la tarea en varios factores a fin de que Standard & Poor's considere todas las salientes. Primero analizamos el perfil de riesgo de negocio de la empresa, luego evaluamos su perfil de riesgo financiero, posteriormente combinamos ambos para obtener el ancla del emisor. Y en seguida analizamos seis factores que podrían modificar potencialmente nuestra conclusión sobre el ancla de la empresa.

12. Para determinar la evaluación del perfil de riesgo del negocio de un emisor corporativo, los criterios combinan nuestras evaluaciones del riesgo de la industria, riesgo país y posición competitiva. El análisis de flujo de efectivo/apalancamiento determina la evaluación de perfil de riesgo financiero de una empresa. Posteriormente, el análisis combina las evaluaciones del perfil de riesgo financiero y del perfil de riesgo del negocio del emisor corporativo para determinar su ancla. En general, cuando asignamos un ancla de nivel de grado de inversión, el análisis da más peso al perfil de riesgo del negocio, mientras que el perfil de riesgo financiero recibe una mayor ponderación cuando asignamos un ancla de grado especulativo.

13. Una vez que determinamos el ancla, usamos factores adicionales de calificación para modificarla. Estos factores son efecto de diversificación/cartera, estructura de capital, liquidez, política financiera, y administración y gobierno corporativo. La evaluación de cada factor puede subir o bajar el ancla en uno o más niveles –o no tener efecto. Estas conclusiones se consideran como evaluaciones y descriptores de cada factor para determinar el número de niveles (*notches*) que se aplicará sobre el ancla.

14. El último factor analítico de los criterios es el análisis comparativo de calificaciones, el cual puede hacernos subir o bajar el SACP en un nivel con base en una opinión integral de las características crediticias de la empresa.



15. Los tres factores analíticos dentro del perfil de riesgo del negocio generalmente son una mezcla de evaluaciones cualitativas e información cuantitativa. Las evaluaciones cualitativas distinguen factores de riesgo tales como las ventajas competitivas de una empresa que usamos para evaluar su posición competitiva. La información cuantitativa incluye, por ejemplo, el desempeño cíclico histórico de sus ingresos y utilidades que revisamos para la evaluación del riesgo de la industria. También puede incluir la volatilidad y el nivel de rentabilidad que consideramos para medir la posición competitiva de una empresa. Las evaluaciones para el perfil de riesgo de negocio son: 1, excelente; 2, fuerte; 3, satisfactorio; 4, razonable; 5, débil; y 6, vulnerable.

16. Para evaluar el flujo de efectivo/apalancamiento a fin de determinar el perfil de riesgo financiero, el análisis se enfoca en indicadores cuantitativos. Las clasificaciones propuestas para el perfil de riesgo financiero son: 1, mínimo; 2, modesto; 3, intermedio; 4, significativo; 5, agresivo; y 6, altamente apalancado.

17. La calificación crediticia de emisor (ICR, por sus siglas en inglés) se deriva de la combinación del SACP y del marco de respaldo, que determina el tamaño del cambio de calificación, en caso de haber alguno, derivado de la influencia del gobierno o del grupo. La influencia extraordinaria se captura posteriormente en la calificación crediticia de emisor. Véase por favor “Metodología de Grupo”, publicada el 21 de noviembre de 2013, y “Criterios: Entidades relacionadas con el gobierno (ERGs)”, publicado el 2 de septiembre de 2011 (versión en inglés 9 de diciembre de 2010), para nuestra metodología sobre la influencia del gobierno.

18. El respaldo o influencia negativa continuos de un gobierno (para las entidades relacionadas con el gobierno), o de un grupo, se incorpora dentro del SACP (véase los “Criterios de SACP”). Aunque tal respaldo continuo / influencia negativa no afecta la evaluación de riesgo de la industria o de riesgo país, sí puede afectar cualquier otro factor en el riesgo de negocio o riesgo financiero. Por ejemplo, tal respaldo o influencia negativa puede afectar: el análisis de la industria nacional, otros elementos de la posición competitiva, el perfil de riesgo financiero, la evaluación de liquidez y el análisis de comparabilidad de las calificaciones.

19. La aplicación de estos criterios dará por resultado un SACP inicial o ICR que podría estar limitado por la calificación soberana correspondiente y por la evaluación sobre el riesgo de transferencia y convertibilidad que afecta a la entidad bajo análisis. A fin de que la calificación final se sitúe en un nivel más alto que la calificación soberana o evaluación sobre el riesgo de transferencia y convertibilidad correspondientes, la entidad tendrá que cumplir con las condiciones establecidas en “*Methodology And Assumptions: Ratings Above The Sovereign – Corporate And Government Ratings*”, publicado el 19 de noviembre de 2013.

1. Evaluación del perfil de riesgo del negocio

20. De acuerdo con los criterios, la combinación de las evaluaciones de riesgo país, riesgo de la industria y posición competitiva determinan la evaluación del perfil de riesgo de negocio de una empresa. Las fortalezas o debilidades de una compañía en el mercado son vitales para su evaluación crediticia. Tales fortalezas y debilidades determinan la capacidad de un emisor para generar flujo de efectivo a fin de cubrir sus obligaciones en tiempo y forma.

21. El riesgo de la industria, una parte integral del análisis crediticio, se ocupa de la salud y estabilidad relativa de los mercados en los que opera una empresa. El rango de evaluaciones para el riesgo de la industria es: 1, riesgo muy bajo; 2, riesgo bajo; 3, riesgo intermedio; 4, riesgo moderadamente elevado; 5, riesgo elevado; y 6, riesgo muy elevado. El tratamiento del riesgo de la industria se encuentra en la sección B.

22. El riesgo país se ocupa del riesgo económico, el riesgo de la efectividad institucional y de gobierno corporativo, el riesgo del sistema financiero, y del riesgo de la cultura de pago o ejercicio de la ley, que existen en los países donde opera un emisor corporativo. El rango de evaluaciones para el riesgo país es: 1, riesgo muy bajo; 2, riesgo bajo; 3, riesgo intermedio; 4, riesgo moderadamente elevado; 5, riesgo elevado; y 6, riesgo muy elevado. El tratamiento del riesgo país se encuentra en la sección C.

23. La evaluación de la posición competitiva de una empresa identifica las entidades que están mejor posicionadas para aprovechar los motores clave de la industria o para mitigar los riesgos asociados de una manera más efectiva –y lograr una ventaja competitiva y un perfil de riesgo de negocio más sólido que el de las entidades que no cuentan con una proposición de valor fuerte o que son más vulnerables a los riesgos de la industria. El rango de evaluaciones para la posición competitiva es: 1, excelente; 2, fuerte; 3, satisfactoria; 4, razonable; 5, débil; y 6, vulnerable. Toda la información sobre el tratamiento de la posición competitiva está en la sección D.

24. La combinación de la evaluación del riesgo país y el riesgo de la industria se conoce como Análisis de Riesgo de la Industria Corporativa por País (CICRA, por sus siglas en inglés para Corporate Industry and Country Risk Assessment) de un emisor. La Tabla 1 muestra cómo se combinan las evaluaciones de riesgo país y riesgo de la industria para determinar el CICRA.

Tabla 1. Determinación del CICRA

Evaluación del riesgo de la industria	-Evaluación del riesgo país-					
	1 (riesgo muy bajo)	2(riesgo bajo)	3 (riesgo intermedio)	4 (riesgo moderadamente elevado)	5 (riesgo elevado)	6 (riesgo muy elevado)
1 (riesgo muy bajo)	1	1	1	2	4	5
2(riesgo bajo)	2	2	2	3	4	5
3 (riesgo intermedio)	3	3	3	3	4	6
4 (riesgo moderadamente elevado)	4	4	4	4	5	6
5 (riesgo elevado)	5	5	5	5	5	6
6 (riesgo muy elevado)	6	6	6	6	6	6

25. El CICRA se combina con la evaluación de la posición competitiva de una empresa a fin de generar la evaluación del perfil de riesgo de negocio del emisor. La Tabla 2 muestra como combinaríamos estas evaluaciones.

Tabla 2. Determinación de la evaluación del Perfil de Riesgo del Negocio

Evaluación de la posición competitiva	-CICRA-					
	1	2	3	4	5	6
1 (excelente)	1	1	1	2	3*	5
2 (fuerte)	1	2	2	3	4	5
3 (satisfactoria)	2	3	3	3	4	6
4 (razonable)	3	4	4	4	5	6
5 (débil)	4	5	5	5	5	6
6 (vulnerable)	5	6	6	6	6	6

*Nota: Refiérase al párrafo 26

26. A las pocas empresas que tienen un CICRA de 5 se les puede asignar una evaluación del perfil de riesgo de negocio de 2 si cumplen con todas las condiciones siguientes:

- La evaluación de posición competitiva de la empresa es 1.
- La evaluación de riesgo país de la empresa no es mayor a 3.
- La empresa produce una rentabilidad significativamente mejor que el promedio de la industria, medida por el nivel de volatilidad de sus ganancias.
- La posición competitiva de la empresa dentro de su sector trasciende los riesgos de la industria debido a las ventajas competitivas únicas que tiene con sus clientes, a sus fuertes niveles de eficiencia operativa que no presenta la gran mayoría de los otros participantes de la industria, o a que tiene ventajas de tamaño/alcance/diversidad muy superiores a los de la gran mayoría de los participantes de la industria.

27. Para los emisores con líneas de negocios múltiples, la evaluación del perfil de riesgo del negocio se basa en nuestra evaluación de cada uno de los factores – riesgo país, riesgo de la industria y posición competitiva--, de acuerdo con lo siguiente:

- Riesgo país: Usamos el promedio ponderado de las evaluaciones de riesgo país para la empresa en todas sus líneas de negocio que generan más de 5% de las ventas o que representan más de 5% de los activos fijos.
- Riesgo de la industria: Usamos el promedio ponderado de las evaluaciones de riesgo de la industria para todas las líneas de negocio que representan más de 20% de las utilidades proyectadas de la empresa, ingresos o activos fijos, u otros indicadores financieros apropiados si las utilidades, ingresos o activos fijos no reflejan de manera precisa la exposición a una industria.
- Posición competitiva: Evaluamos todas las líneas de negocio identificadas antes para los subfactores de ventaja competitiva, tamaño/alcance/diversidad, y eficiencia operativa (véase la sección D). Posteriormente, se mezclan usando un promedio ponderado de ingresos, utilidades o activos para conformar la evaluación preliminar de la posición competitiva. El nivel de rentabilidad y volatilidad de la rentabilidad se evalúan con base en los estados financieros consolidados de la empresa. Luego, se combina la posición competitiva preliminar con la evaluación de rentabilidad, como se indica en la sección D.5, para evaluar la posición competitiva de la empresa.

2. Evaluación del perfil de riesgo financiero

28. De acuerdo con los criterios, el análisis de flujo de efectivo/apalancamiento constituye la base para evaluar el perfil de riesgo financiero de una empresa. El rango de las evaluaciones para el flujo de efectivo/apalancamiento de una empresa incluye: 1, mínimo; 2, modesto; 3, intermedio; 4, significativo; 5, agresivo; y 6, altamente apalancado. Toda la información sobre el tratamiento del análisis del flujo de efectivo/apalancamiento se encuentra en la sección E.

3. Combinación de las evaluaciones del perfil de riesgo financiero y del perfil de riesgo de negocio

29. La evaluación del perfil de riesgo del negocio de un emisor y la de su perfil de riesgo financiero se combinan para determinar su ancla (véase la Tabla 3). Si consideramos que la estructura de capital de un emisor es insostenible o si actualmente presenta vulnerabilidad a incurrir en no pago, y depende de condiciones favorables del negocio, financieras y económicas para cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones, entonces determinaremos el SACP del emisor con base en "Criteria For Assigning 'CCC+', 'CCC', 'CCC-', And 'CC' Ratings", publicado el 1 de octubre de 2012. Si el emisor cumple con las condiciones para asignarle calificaciones de 'CCC+', 'CCC', 'CCC-', y 'CC', no aplicaremos la Tabla 3.

Tabla 3. Combinación de los perfiles de riesgo del negocio y riesgo financiero para determinar el ancla

Perfil de riesgo del negocio	-Perfil de riesgo financiero-					
	1 (mínimo)	2 (modesto)	3 (intermedio)	4 (significativo)	5 (agresivo)	6 (altamente apalancado)
1 (excelente)	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
2 (fuerte)	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
3 (satisfactorio)	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
4 (razonable)	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
5 (débil)	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
6 (vulnerable)	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

30. En los casos en que se indican dos resultados de ancla posibles para una combinación específica de evaluación del perfil de riesgo de negocio y evaluación del perfil de riesgo financiero, el ancla de un emisor se determina de la siguiente manera:

- Cuando el perfil de riesgo financiero de una empresa es 4 o más fuerte (es decir entre 1 y 4), su ancla se basa en la fortaleza comparativa de su perfil de riesgo de negocio. Consideramos nuestra evaluación del perfil de riesgo de negocio para los emisores corporativos como puntos a lo largo de un rango posible. En consecuencia, cada una de las evaluaciones que a final de cuentas general el perfil de riesgo del negocio para un emisor específico puede estar en la parte alta o baja de tal rango. A los emisores con perfiles de negocio más fuertes dentro del rango de los resultados para el ancla se les asignará el nivel de ancla más alto. Para los emisores con perfiles de riesgo de negocio más débiles para el rango de resultados de ancla se les asignará un nivel de ancla más bajo.
- Cuando el perfil de riesgo financiero de una empresa es 5 o más débil, su ancla se basa en la fortaleza comparativa de su perfil de riesgo financiero. A los emisores con índices más fuertes de flujo de efectivo/apalancamiento para el rango de resultados del ancla se les asignará un nivel más alto de ancla. A los emisores con índices más débiles de flujo de efectivo/apalancamiento para el rango de resultados del ancla, se les asignará un nivel de ancla más bajo. Por ejemplo, a una empresa con un perfil de riesgo de negocio de (1) excelente y un perfil de riesgo financiero de (6) altamente apalancado, generalmente se le asignaría una ancla de 'bb+' si su índice de deuda a EBITDA fuera de 8 veces (x) o mayor y si no presentará factores que contrarresten tal nivel elevado de apalancamiento.

4. Determinación del ancla

31. El análisis del efecto de diversificación/cartera, estructura de capital, liquidez, política financiera y administración y gobierno corporativo pueden subir o bajar el ancla de una empresa. La evaluación de cada modificador puede subir o bajar el ancla en uno más niveles (*notches*) –o no tener efecto en algunos casos (véanse la tablas 4 y 5). Expresamos estas conclusiones utilizando evaluaciones específicas y descriptores que determinen el número de *notches* que aplicaremos sobre el ancla. Sin embargo, este ajuste no podrá hacer bajar el ancla de un emisor por debajo de 'b-' (véase "Criteria For Assigning 'CCC+', 'CCC', 'CCC-', And 'CC' Ratings", publicado el 1 de octubre de 2012, para revisar la metodología que usamos para asignar a los emisores categorías de 'CCC' y 'CC' en SACP e ICRs.

32. El análisis del modificador de efecto de diversificación/cartera identifica los beneficios de la diversificación en las líneas de negocio. Las evaluaciones para este efecto son 1, diversificación significativa; 2, diversificación moderada; y 3, neutral. El impacto de este factor sobre el ancla de un emisor se basa en la evaluación del perfil de riesgo de negocio de una empresa y se describe en la Tabla 4. Contar con fuentes múltiples de ingresos (las cuales se evalúan dentro del perfil de riesgo de negocio de una empresa) que están correlacionadas menos que perfectamente, reduce el riesgo de incumplimiento de un emisor (véase el Apéndice D). Determinamos el impacto de este factor con base en la evaluación del perfil de riesgo del negocio porque los beneficios de la diversificación se reducen de manera importante si empeoran las perspectivas para el negocio. Toda la información sobre el tratamiento del análisis del efecto de diversificación/cartera se encuentra en la sección F.

Tabla 4. Modificadores, Paso 1: Impacto del efecto de diversificación/cartera sobre el ancla

Efecto diversificación/cartera	-Evaluación de perfil de riesgo del negocio-					
	1 (excelente)	2 (fuerte)	3 (satisfactorio)	4 (razonable)	5 (débil)	6 (vulnerable)
1 (diversificación significativa)	+2 notches	+2 notches	+2 notches	+1 notch	+1 notch	0 notches
2 (diversificación moderada)	+1 notch	+1 notch	+1 notch	+1 notch	0 notches	0 notches
3 (neutral)	0 notches	0 notches	0 notches	0 notches	0 notches	0 notches

33. Una vez que realizamos el ajuste por el efecto de diversificación/cartera, determinamos el impacto de los otros modificadores –estructura de capital, liquidez, política financiera, y administración y gobierno corporativo. Aplicamos estos cuatro modificadores en el orden listado en la Tabla 5. A medida que vamos bajando en la lista, un modificador puede (o no puede) cambiar el ancla a un nuevo rango (uno de los rangos en las cuatro columnas a la derecha en la tabla). Elegiremos el valor apropiado para el nuevo rango, o columna, a fin de determinar el efecto del siguiente modificador sobre el ancla. Y así sucesivamente hasta que lleguemos hasta el último modificador en la lista –administración y gobierno corporativo. Por ejemplo, supongamos que el ancla antes de ajustarse por los modificadores es de ‘a’. Si la evaluación de la estructura de capital es muy negativa, el ancla indicada cae en dos niveles a ‘bbb+’. Posteriormente, para determinar el impacto del siguiente modificador –política financiera– vamos a la columna ‘bbb+ a bbb-’ y encontramos el rango apropiado –en este ejemplo teórico, positivo. Al aplicar esa evaluación, el ancla se mueve un *notch* hacia arriba, a la categoría de ‘a- y superior’. En nuestro ejemplo, la liquidez es fuerte, con lo que el impacto es de cero *notches* y el ancla se mantiene sin cambio. La administración y gobierno corporativo tienen una evaluación satisfactoria, y por consiguiente el ancla se mantiene en ‘a-’ (véase el gráfico que sigue a la Tabla 5).

Tabla 5. Modificadores, Paso 2: Impacto de los demás modificadores sobre el ancla

Factor/clasificación	--Rango del ancla--			
	‘a-’ y superior	‘bbb+’ a ‘bbb-’	‘bb+’ a ‘bb-’	‘b+’ e inferior
Estructura de capital				
1. Muy positiva	2 <i>notches</i>	2 <i>notches</i>	2 <i>notches</i>	2 <i>notches</i>
2. Positiva	1 <i>notch</i>	1 <i>notch</i>	1 <i>notch</i>	1 <i>notch</i>
3. Neutral	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>
4. Negativa	-1 <i>notch</i>	-1 <i>notch</i>	-1 <i>notch</i>	-1 <i>notch</i>
5. Muy negativa	-2 o más <i>notches</i>	-2 o más <i>notches</i>	-2 o más <i>notches</i>	-2 <i>notches</i>
Política financiera (PF)				
1. Positiva	+1 <i>notch</i> si M&G son al menos satisfactorios	+1 <i>notch</i> si M&G son al menos satisfactorios	+1 <i>notch</i> si la liquidez es al menos adecuada y M&G son al menos satisfactorios (1).	+1 <i>notch</i> si la liquidez es al menos adecuada y M&G son al menos satisfactorios.
2. Neutral	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>
3. Negativa	-1 a -3 <i>notches</i> ¹	-1 a -3 <i>notches</i> ¹	-1 a -2 <i>notches</i> ¹	-1 <i>notch</i>
4. FS4, FS5, FS6, FS6-	N/A ²	N/A ²	N/A ²	N/A ²
5. Excepcional	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>	+1 <i>notch</i> si la PF es positiva o neutral, FS4 o FS5 ³
6. Fuerte	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>	+1 <i>notch</i> si la PF es positiva o neutral ³
7. Adecuada	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>
8. Menos que adecuada ⁴	N/A	N/A	-1 <i>notch</i> ⁵	0 <i>notches</i>
9. Débil	N/A	N/A	N/A	tope ‘b-’
Administración y gobierno corporativo (M&G, por sus siglas en inglés)				
1. Fuertes	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>	0 o +1 <i>notch</i> ⁶	0 o +1 <i>notch</i> ⁶
2. Satisfactorios	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>
3. Razonables	-1 <i>notch</i>	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>	0 <i>notches</i>
4. Débiles	-2 o más <i>notches</i> ⁷	-2 o más <i>notches</i> ⁷	-1 o más <i>notches</i> ⁷	-1 o más <i>notches</i> ⁷
Notas:				
1) El número de notches depende del potencial apalancamiento incremental.				
2) Véase la sección I.1. “Evaluación de la Política Financiera”.				
3) Se aplica un notch adicional solamente si esperamos que la liquidez se mantenga excepcional o fuerte.				
4) Véase “Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos”, versión en español publicada el 18 de junio de 2012. Las anclas están topadas en ‘bb+’.				
5) Si el emisor se encuentra en ‘bb+’ debido al tope, no hay ajuste o notching adicional.				
6) Este ajuste es de un nivel si no hemos capturado los beneficios derivados del hecho de que el emisor tenga una sólida administración y gobierno corporativo, en el análisis sobre su posición competitiva.				
7) El número de niveles (notches) depende del grado del efecto negativo sobre el perfil de riesgo de la empresa.				

Ejemplo: Cómo pueden modificar los demás modificadores el Ancla



Después de ajustar por el efecto de diversificación/cartera. Vea el párrafo 33.

34. Nuestro análisis de la estructura de capital de una empresa evalúa los riesgos en dicha estructura que podrían no surgir durante la revisión de su flujo de efectivo/apalancamiento. Estos riesgos incluyen el riesgo cambiario de su deuda, el calendario de vencimientos, el riesgo de tasas de interés de la deuda y un subfactor de inversiones. Evaluamos la estructura de capital de una empresa en una escala que va de 1, muy positiva; 2, positiva; 3, neutral; 4, negativa; y 5, muy negativa. Toda la información sobre el tratamiento de la estructura de capital está en la sección G.

35. La política financiera sirve para refinar nuestra opinión sobre los riesgos de una empresa más allá de las conclusiones resultantes de los supuestos estándar en el análisis de flujo de efectivo/apalancamiento, estructura de capital/protección de activos, y liquidez. Estos supuestos no siempre reflejan o capturan adecuadamente los riesgos de largo plazo de la política financiera de una empresa. Por consiguiente, la evaluación de la política financiera es un indicador del grado al cual la toma de decisiones gerencial/del dueño puede afectar la previsibilidad del perfil de riesgo financiero de dicha empresa. Las evaluaciones de la política financiera son 1) positiva; 2) neutral; 3) negativa, o vinculada a la entidad que le brinda respaldo financiero y que es su propietario (patrocinador financiero). Identificamos además a las empresas propiedad de un patrocinador financiero como “FS-4”, “FS-5”, “FS-6” o “FS-6 (menos)”. Toda la información sobre el tratamiento del análisis de la política financiera se encuentra en la sección H.

36. Nuestra evaluación de liquidez se enfoca en los flujos monetarios —las fuentes y usos de efectivo— que constituyen los indicadores clave de la liquidez de una empresa. El análisis también evalúa la posibilidad de que una empresa viole las pruebas de restricciones financieras (*covenants*) vinculadas a los descensos en su EBITDA (siglas en inglés para utilidades antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización). La metodología incorpora un análisis cuantitativo que se ocupa de factores tales como la capacidad de absorber eventos de baja probabilidad y alto impacto, naturaleza de las relaciones bancarias, nivel de posición en los mercados de crédito, y el grado de prudencia de la administración de riesgo financiero de la empresa. Las evaluaciones para la liquidez son 1, excepcional; 2, fuerte; 3, adecuada; 4, menos que adecuada; y 5, débil. Un SACP está topado en ‘bb+’ para los emisores cuya liquidez es menos que adecuada y en ‘b-’ para los emisores cuya liquidez es débil, independientemente de la evaluación de los modificadores o del análisis comparativo de calificación. (La metodología completa sobre la evaluación de la liquidez de los emisores corporativos se encuentra en “Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos”, publicada el 21 de noviembre de 2012).

37. El análisis de administración y gobierno corporativo se ocupa de la manera en que la competencia estratégica, efectividad operativa, administración del riesgo y prácticas de gobierno corporativo de la gerencia conforman la competitividad de la empresa en el lugar en el que opera, la fortaleza de su manejo del riesgo financiero y qué tan robusto es su gobierno corporativo. El rango de las evaluaciones para esta categoría incluye: 1, fuertes; 2, satisfactorios; 3, razonables, y 4, débiles. Generalmente, un ancla en grado de inversión refleja una administración y gobierno corporativo fuertes o satisfactorios, por lo que no hay beneficio incremental por esta evaluación. Por el contrario, una evaluación de estos factores como razonables o débiles puede conducir a un ancla más baja. Asimismo, una evaluación de la administración y gobierno corporativo como fuertes para una entidad más débil se considera un factor favorable, según estos criterios, y puede tener un impacto positivo en el resultado final del SACP. Para revisar toda la información sobre la administración y gobierno corporativo, véase “Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas y aseguradoras”, publicado el 13 de noviembre de 2012.

5. Análisis comparativo de calificación

38. El ancla, después del ajuste con base en los modificadores, podría cambiar en un nivel (*notch*) al alza o a la baja a fin de obtener el SACP de un emisor con base en una revisión integral de su SACP, en la cual evaluamos las características crediticias en conjunto del emisor. Una evaluación positiva implica un ajuste al alza de un *notch* y una evaluación negativa lleva a un ajuste a la baja de un *notch* mientras que una evaluación neutral no genera cambio en el ancla. La aplicación del análisis comparativo de calificaciones refleja la necesidad de ‘afinar’ los resultados de las calificaciones incluso después del uso de cada uno de los modificadores. Por lo tanto, es probable que sea más común que excepcional una evaluación positiva o negativa.

B. Riesgo de la Industria

39. El análisis del riesgo de la industria se ocupa de los principales factores que Standard & Poor's considera que afectan los riesgos que afrontan las entidades en sus respectivas industrias (Véase "Metodología: Riesgo de la industria", publicado el 21 de noviembre de 2013).

C. Riesgo país

40. El análisis del riesgo país se ocupa de los principales factores que Standard & Poor's considera que afectan el país donde opera la entidad. Los riesgos país que incluyen riesgo económico, efectividad institucional y de gobierno, sistema financiero, riesgos de cultura de pago/ejercicio de la ley, influyen sobre los riesgos crediticios en general para cada entidad corporativa calificada. (Véase "Metodología y supuestos del riesgo país para calificaciones no soberanas", publicado el 21 de noviembre de 2013).

1. Evaluación del riesgo país para emisores corporativos

41. Los siguientes párrafos explican cómo se determina en los criterios la evaluación de riesgo país para una entidad corporativa. Una vez que se determina, combinamos la evaluación de riesgo país con la evaluación de riesgo de la industria del emisor para calcular el Análisis de Riesgo de la Industria Corporativa por País (CICRA, por sus siglas en inglés para *Corporate Industry and Country Risk Assessment*) del emisor (véase la sección A, Tabla 1). El CICRA es uno de los factores del perfil de riesgo de negocio del emisor. Si un emisor tiene una exposición muy baja a intermedia al riesgo país, como lo indica una evaluación de riesgo país de 1, 2 o 3, el riesgo país es neutral para el CICRA de un emisor. Pero si un emisor tiene una exposición moderadamente elevada a muy elevada al riesgo país, según lo indica una evaluación de riesgo país de 4, 5 o 6, el CICRA del emisor podría estar influido por su evaluación de riesgo país.

42. Las entidades corporativas que operan dentro de un solo país recibirán una evaluación de riesgo país para esa jurisdicción. Para las entidades con exposiciones a más de un país, los criterios miden prospectivamente la proporción de la exposición a cada país con base en el EBITDA, ingresos o activos fijos proyectados, o con base en otros indicadores financieros apropiados si el EBITDA, ingresos o activos fijos no reflejan adecuadamente la exposición a esa jurisdicción.

43. Para arribar a la evaluación de riesgo país combinada de una empresa, se multiplicarían sus exposiciones promedio ponderadas de cada país por la evaluación de riesgo país en cada uno y luego se sumarían dichos números. Para el cálculo del promedio ponderado, los criterios consideran los países donde la empresa genera más de 5% de sus ventas o donde están ubicados más del 5% de sus activos fijos, y todas las ponderaciones se redondean al 5% más cercano antes de sacar el promedio. Redondeamos la evaluación al siguiente número entero más cercano, de manera que una evaluación ponderada de 2.2 se redondearía a 2, y una de 2.6 sería de 3 (véase la Tabla 6).

Tabla 6. Ejemplo hipotético de riesgo país promedio ponderado para una entidad corporativa

País	Ponderación (% del negocio*)	Riesgo país§	Riesgo país ponderado
País A	45	1	0.45
País B	20	2	0.4
País C	15	1	0.15
País D	10	4	0.4
País E	10	2	0.2
Evaluación de riesgo país promedio ponderado (redondeado al siguiente número entero más cercano)	--	--	2

*Utilizando el EBITDA, ingresos, activos fijos u otros indicadores financieros según convenga. §En una escala de 1-6, del riesgo más bajo al más elevado.

44. Un enfoque de vínculo débil, que nos ayuda a calcular la evaluación de riesgo país combinada para empresas con exposición a más de un país, funciona de la siguiente manera: Si los activos fijos se localizan en un país de mayor riesgo pero los productos se exportan a un país de menor riesgo, la exposición de la empresa sería al país de mayor riesgo. De igual manera, si los activos fijos están ubicados en un país de menor riesgo pero los ingresos de exportación se generan desde un país de mayor riesgo y no pueden redirigirse fácilmente a otro lado, medimos la exposición al país de mayor riesgo. Si el proveedor de una empresa se sitúa en un país de mayor riesgo, y sus necesidades de abasto no pueden redirigirse fácilmente a otro lado, mediríamos la exposición al país de riesgo más elevado. Por el contrario, si la cadena de abasto puede redirigirse fácilmente a otro país, no mediríamos la exposición al país de mayor riesgo.

45. El riesgo país puede mitigarse para una empresa ubicada en una sola jurisdicción en el siguiente único caso. Para una empresa que exporta la mayoría de sus productos al extranjero y no tiene una exposición directa al sistema bancario de un país de manera que afecte su fondeo, servicio de deuda, liquidez o capacidad de transferir pagos desde o a sus principales contrapartes, podríamos reducir la evaluación de riesgo país en una categoría (por ejemplo de 5 a 4), para determinar el evaluación ajustada de riesgo país. Esto aplicaría solamente a los países para los cuales consideramos que el subfactor de riesgo del sistema financiero es una limitante sobre la evaluación de riesgo país general para dicho país. Para tal empresa, no se mitigan otros riesgos país: el riesgo económico todavía aplica, aunque es menos riesgo que para una compañía cuyas ventas se realizan en el mercado local (la volatilidad cambiaría potencial sigue siendo un riesgo para los exportadores); la efectividad institucional y de gobierno corporativo también aplica (el riesgo político puede poner activos en riesgo); y el riesgo de cultura de pago/ejercicio de la ley también aplica (los riesgos legales pueden poner en riesgo los activos y contratos internacionales).

46. A menudo las empresas publican información agregada por bloques de países más que por país. Si no está disponible la información que necesitamos para estimar las exposiciones para todos los países, usamos evaluaciones de riesgo regional. Dichas evaluaciones se calculan como promedios de las evaluaciones de riesgo país no ajustadas, ponderadas por el producto interno bruto de cada país en una región definida. Los criterios evalúan el riesgo regional en una escala de 1 a 6 (del más fuerte al más débil). Por favor véase el Apéndice A, Tabla 26, que presenta una lista de las regiones que tienen una evaluación de riesgo regional y los países que constituyen dichas regiones.

47. Si un emisor no da a conocer su exposición a nivel de país o la exposición regional a los países a los que está expuesto, se estimarán las exposiciones individuales de riesgo país o las regionales.

2. Ajuste de la evaluación de riesgo país por diversidad

48. Ajustaremos la evaluación de riesgo país para una empresa que opera en múltiples jurisdicciones y muestra un elevado grado de diversidad de exposiciones de riesgo país. Como resultado de esta diversificación, la empresa podría tener menos exposición al riesgo país que el que indicaría el promedio ponderado redondeado de sus exposiciones. De acuerdo con ello, la evaluación de riesgo país para una entidad corporativa podría ajustarse si un emisor cumple con las condiciones indicadas en el párrafo 49.

49. La evaluación de riesgo país preliminar aumenta una categoría para reflejan la diversidad si se cumplen con todas las siguientes cuatro condiciones:

- Si su director, como se define en el párrafo 51, está ubicado en un país que tiene una evaluación de riesgo país más fuerte que la evaluación preliminar de riesgo país;
- Si ningún país, con una evaluación de riesgo país igual o más débil que la evaluación preliminar de riesgo país de la empresa, representa o se espera que represente más de 20% de los ingresos, EBITDA, activos fijos o de otros indicadores financieros apropiados;
- Si la compañía se financia principalmente al nivel de la controladora o mediante una subsidiaria financiera que tiene un entorno de riesgo país similar o más fuerte que el de la controladora, o si cualquier financiamiento local pueden ser rápidamente reemplazado al nivel de la controladora; y
- Si la evaluación de riesgo de la industria de la empresa es de '4' o más fuerte.

50. La evaluación de riesgo país para empresas que tienen una exposición de 75% o más a una jurisdicción no puede mejorarse y, en la mayoría de las instancias, será igual a la evaluación de riesgo país para dicha jurisdicción. Pero la evaluación de riesgo país para las empresas que tienen una exposición de 75% o más a una jurisdicción puede debilitarse si el balance de la exposición es a jurisdicciones de mayor riesgo.

51. Consideramos que la ubicación del director corporativo es importante para la exposición general de riesgo porque influye la percepción de una empresa y su reputación –y puede afectar el acceso de la empresa al capital. Determinamos la ubicación del director con base en las operaciones “de facto” que realiza más que solamente considerando la jurisdicción legal o mercado de valores en que este listada para el caso de empresas públicas. Las operaciones de facto del director se refieren al país donde ocurre la administración ejecutiva y las actividades corporativas centralizadas de alto nivel, incluyendo la planeación estratégica y la obtención de capital. Si tales actividades ocurren en diferentes países, consideraríamos la evaluación de riesgo país más débil aplicable para los países donde se realizan las actividades.

D. Posición competitiva

52. La posición competitiva abarca factores específicos de la empresa que pueden agregarse a o contrarrestar parcialmente el riesgo de la industria y el riesgo país –los otros dos factores principales del perfil de riesgo de negocio de una empresa.

53. La posición competitiva considera los siguientes elementos de una empresa: 1) ventaja competitiva, 2) tamaño, alcance y diversidad, 3) eficiencia operativa, y 4) rentabilidad. Las fortalezas y debilidades de una empresa para los tres primeros componentes conforman su competitividad en el mercado y la sustentabilidad o vulnerabilidad de sus ingresos y ganancias. La rentabilidad puede confirmar nuestra evaluación inicial sobre la posición competitiva de la empresa o modificarla, positiva o negativamente. Un conjunto de características de la posición competitiva más sólidas que el promedio de la industria fortalecerán el perfil de riesgo del negocio de una empresa. Por el contrario, un conjunto de características de la posición competitiva más débiles que el promedio de la industria debilitarán el perfil de riesgo del negocio de una empresa.

54. Estos criterios describen cómo llevamos a cabo nuestra evaluación sobre la posición competitiva y presentan los lineamientos sobre la manera en que analizamos cada componente con base en varios subfactores. Los criterios definen las reglas de ponderación aplicadas para derivar una evaluación preliminar de posición competitiva. Y también detallan cómo puede mantenerse, subirse o bajarse esta evaluación preliminar con base en la rentabilidad de la empresa. El análisis de la posición competitiva de Standard & Poor's es cualitativo y cuantitativo.

1. Los componentes de la posición competitiva

55. La evaluación de la posición competitiva de una empresa puede ser: 1, excelente; 2, fuerte; 3, satisfactoria; 4, razonable; 5, débil; o 6, vulnerable.

56. El análisis de la posición competitiva incluye una revisión de:

- Ventaja competitiva;
- Tamaño, alcance y diversidad;
- Eficiencia operativa, y
- Rentabilidad.

57. Seguimos cuatro pasos para llegar a nuestra evaluación de la posición competitiva. Primero, evaluamos por separado la ventaja competitiva; tamaño, alcance y diversidad, y eficiencia operativa (excluyendo cualquier beneficio o riesgo que ya esté capturado en la evaluación del CICRA del emisor). En segundo lugar, aplicamos factores de ponderación a estos tres componentes para llegar a una evaluación promedio ponderada que se traduce en una evaluación preliminar de la posición competitiva. En tercer lugar, analizamos la rentabilidad. Finalmente, combinamos la evaluación preliminar de la posición competitiva y la evaluación de la rentabilidad para determinar la evaluación final de la posición competitiva. La rentabilidad puede confirmar, o influir positiva o negativamente, en la evaluación de la posición competitiva.

58. Evaluamos la fortaleza relativa de cada uno de los tres primeros componentes mediante la revisión de varios subfactores (véase la Tabla 7). Cuando los indicadores métricos son importantes y están disponibles, los usamos para evaluar estos subfactores. Sin embargo, nuestra evaluación general de cada componente es cualitativa. Nuestra evaluación es prospectiva; utilizamos datos históricos solamente en la medida en que ofrecen información sobre tendencias futuras.

58. Evaluamos la rentabilidad mediante la evaluación de dos subcomponentes: nivel de rentabilidad (medido por los niveles nominales históricos y proyectados de retorno sobre capital, margen de EBITDA, y/o indicadores específicos del sector) y volatilidad de la rentabilidad (medida por las fluctuaciones históricamente observadas y esperadas en el EBITDA, retorno de capital, margen de EBITDA, y/o indicadores específicos del sector). Evaluamos ambos subcomponentes en el contexto de la industria a la que pertenece la empresa.

Tabla 7. Componentes y subfactores de la posición competitiva

Componente	Explicación	Subfactores
1. Ventaja competitiva (véase Apéndice B, sección 1)	Posicionamiento estratégico y atractivo para los clientes de los productos y servicios de una empresa, y la fragilidad o sustentabilidad de su modelo de negocios.	<ul style="list-style-type: none"> • Estrategia • Diferenciación/originalidad/posicionamiento del producto/empaquetamiento • Reputación de la marca y mercadotecnia • Calidad del producto y/o servicio • Barreras de entrada y costo de cambio para los clientes • Ventajas y capacidades tecnológicas y vulnerabilidad ante/capacidad para manejar el desplazamiento tecnológico. • Características base del activo
2. Tamaño, alcance y diversidad (véase Apéndice B, sección 2)	Concentración o diversificación de las actividades de la empresa	<ul style="list-style-type: none"> • Diversidad de productos o servicios • Diversidad geográfica • Volúmenes, tamaño de los mercados e ingresos, y participación de mercado • Madurez de los productos o servicios
3. Eficiencia operativa (véase Apéndice B, sección 3)	Calidad y flexibilidad de la base de activos de una empresa y su costo administrativo y de estructura	<ul style="list-style-type: none"> • Estructura de costos • Procesos de manufactura • Administración del capital de trabajo • Tecnología
4. Rentabilidad		<ul style="list-style-type: none"> • Nivel de rentabilidad (retorno sobre capital histórico y proyectado, margen de EBITDA, y/o indicadores relevantes para el sector) • Volatilidad de la rentabilidad

© Standard & Poor's, 2013

2. Evaluación de la ventaja competitiva, tamaño, alcance y diversidad, y eficiencia operativa

60. Evaluamos la ventaja competitiva; tamaño, alcance y diversidad, y la eficiencia operativa como: 1, fuerte; 2, fuerte/adecuada; 3, adecuada; 4, adecuada/débil; o 5, débil. Las tablas 8, 9 y 10 presentan los lineamientos para evaluar cada componente.

61. Al evaluar la fortaleza relativa de los componentes, damos especial énfasis al análisis comparativo. Las comparaciones con los pares ofrecen el contexto para analizar los subfactores y para la evaluación resultante de los componentes. Revisamos las características específicas de la empresa en el contexto de su industria, no solamente del subsector más reducido al que pertenece. (Véase la lista de industrias y subsectores en el Apéndice B, Tabla 27). Por ejemplo, cuando evaluamos una aerolínea, compararíamos la evaluación frente a sus pares en la industria cíclica más amplia del transporte (incluyendo los subsectores de embarque y carga), y no solamente frente a otras aerolíneas. De igual manera, compararíamos a un productor de muebles para el hogar con otras empresas en la industria de bienes de consumo duraderos, incluyendo los productores de aparatos eléctricos, ropa y textiles. Ocasionalmente extenderemos esta comparación a otras industrias si, por ejemplo, las líneas de negocios de una empresa se cruzan con diversas industrias o si hay un número limitado de pares calificados en una industria, subsector o región.

62. Una evaluación de fuerte significa que las fortalezas de la empresa respecto de ese componente superan a sus debilidades, y que la combinación de los subfactores correspondientes da por resultado un riesgo del negocio inferior al promedio en la industria. Una evaluación de adecuado significa que las fortalezas y debilidades de la empresa respecto de ese componente están equilibradas y que los subfactores correspondientes se suman al riesgo promedio del negocio en la industria. Una evaluación como débil indica que las debilidades de ese componente de la compañía superan sus fortalezas y que los subfactores correspondientes, en total, revelan un riesgo de negocio superior al promedio en la industria.

63. Cuando un componente no es claramente fuerte o adecuado, podemos evaluarlo como fuerte/adecuado. Un componente que no es claramente adecuado o débil podría terminar como adecuado/débil.

64. Aunque revisamos cada subfactor, no los evaluamos de manera individual –y tratamos de entender cómo se refuerzan o debilitan uno con otro. La evaluación de un componente combina las fortalezas relativas y la importancia de sus subfactores. Para cada empresa, uno o más subfactores pueden ser inusualmente importantes –incluso factores que no son comunes en la industria. Los artículos de KCF por industria identifican subfactores que son consistentemente más importantes o que pudieran no ser relevantes para una industria específica.

65. No todos los subfactores tienen la misma importancia y la fortaleza o debilidad de uno solo puede superar a la de todos los demás. Por ejemplo, si a pesar de que una empresa presenta una trayectoria de lanzamientos exitosos de productos y un sólido valor de marca, su estrategia no parece adaptable, en nuestra opinión, para cambiar la dinámica competitiva en la industria, podríamos no evaluar su ventaja competitiva como fuerte. De igual manera, si sus ingresos provienen de manera desproporcionada de una línea de productos reducida, podríamos considerar estos como un factor adicional a su riesgo de exposición a un mercado geográfico pequeño, y por consiguiente, evaluar como débil su componente de tamaño, alcance y diversidad.

66. De vez en cuando, como resultado de cambios en la dinámica o estrategias de la industria, las empresas expandirán o reducirán sus líneas de productos o de servicios, alterarán sus estructuras de costo, encontrarán nueva competencia o tendrán que adaptarse a nuevos entornos regulatorios. En tales casos, reevaluaríamos todos los subfactores relevantes (y las evaluaciones de los componentes).

Tabla 8. Evaluación de Ventaja Competitiva

Calificador	Qué significa	Lineamiento
Fuerte	<ul style="list-style-type: none"> • La empresa tiene una importante ventaja competitiva debido a un factor o a una combinación de factores que respaldan el crecimiento de sus ingresos y ganancias, aunada a una volatilidad en sus ganancias inferior al promedio. • Existen fuertes posibilidades de que la empresa pueda sostener esta ventaja en el largo plazo. • Esto debería permitir a la empresa sortear desaceleraciones económicas y amenazas competitivas y tecnológicas de mejor manera que sus competidores. • Las debilidades en uno o más subfactores son más que compensadas por las fortalezas en otros subfactores que producen un crecimiento de los ingresos sostenible y rentable. 	<ul style="list-style-type: none"> • La estrategia de negocio de la empresa es altamente consistente con, y adaptable a, las tendencias y condiciones de la industria y respalda su liderazgo en el mercado. • Desarrolla y comercializa, de manera consistente, productos o servicios bien diferenciados, alinea sus productos con la demanda del mercado y respalda el atractivo u originalidad de su proposición de valor a través del empaquetamiento de sus productos o servicios. • Su trayectoria superior de desarrollo de productos, calidad en el servicio, y satisfacción y retención de clientes, respalda su capacidad para mantener o mejorar su participación de mercado. • Sus productos o servicios presentan una clara prima de precio frente a sus competidores gracias al valor de su marca, liderazgo tecnológico o calidad de servicio; es capaz de sostener esta ventaja con innovación y con una mercadotecnia efectiva. • Se beneficia de las barreras de entrada establecidas por la regulación, de las características del mercado, o tiene beneficios intrínsecos (tales como patentes, tecnología o relación con sus clientes), que reducen efectivamente la amenaza de la nueva competencia. • Ha demostrado compromiso y capacidad para reinvertir efectivamente en su base de activos, como lo evidencia el flujo continuo de nuevos productos y/o de mejora en capacidades clave, tales como retención de empleados, atención a clientes, distribución y relación con sus proveedores. Estos activos tangibles e intangibles respaldan las perspectivas de crecimiento rentable y sustentable de la empresa en el largo plazo.
Adecuada	<ul style="list-style-type: none"> • La empresa tiene algunas ventajas competitivas, pero no tan grandes como para crear un modelo de negocio superior o un beneficio duradero en comparación con sus pares. • Cuenta con algunos pero no con todos los motores de competitividad. Algunos factores respaldan la viabilidad de largo plazo del negocio y deben dar resultados en la rentabilidad promedio y en la volatilidad promedio de las ganancias durante recesiones o periodos de mayor competencia. Sin embargo, tales motores están parcialmente compensados por las desventajas de la empresa o por la falta de sustentabilidad de otros factores. 	<ul style="list-style-type: none"> • La estrategia de la empresa está bien adaptada a las condiciones del mercado, pero no es necesariamente un líder en el establecimiento de tendencias de la industria. • No muestra capacidades superiores ni inferiores con respecto a la diferenciación y posicionamiento de sus productos o servicios. • Sus productos no presentan una prima de precio o ventaja relativa respecto de las marcas de la competencia derivada de su valor de marca o de su posicionamiento tecnológico. • Puede contar con algunas barreras de entrada que le proveen cierta defensa frente a sus competidores pero no los supera. Afronta cierto riesgo de desplazamiento de producto/servicio o de reemplazo en el más largo plazo. • Sus indicadores de calidad de productos o servicios y de satisfacción o retención de clientes están en línea con el promedio de su industria. La empresa podría perder clientes a manos de sus competidores si incurre en fallas operativas. • Su perfil de activos no presenta características particularmente superiores o inferiores en comparación con otros participantes de la industria. Estos activos generan un crecimiento consistente de los ingresos y ganancias, aunque las perspectivas de largo plazo están sujetas a cierta incertidumbre.
Débil	<ul style="list-style-type: none"> • La empresa tiene pocas o ninguna ventaja competitiva y varias desventajas competitivas. • Dado que la compañía adolece de muchas ventajas competitivas, sus perspectivas de largo plazo son inciertas y la volatilidad de sus ganancias probablemente sea mayor que el promedio de su industria. • En comparación con sus competidores, es menos probable que la empresa logre sortear amenazas económicas, competitivas o tecnológicas. • Alternativamente, la empresa tiene debilidades en uno o más subfactores que podrían mantener su rentabilidad por debajo del promedio y la volatilidad de sus ganancias por arriba del promedio durante desaceleraciones económicas o periodos de mayor competencia. 	<ul style="list-style-type: none"> • La estrategia de la empresa es inconsistente con, o no está bien adaptada a, las tendencias y condiciones de mercado. • Hay evidencia de poca innovación, lentitud en el desarrollo y comercialización de nuevos productos, incapacidad para ajustar los precios y/o un empaquetamiento no efectivo. • En general, sus productos no presentan una prima de precio en relación con las marcas de la competencia y a menudo tiene que vender sus productos a un precio menor que el de sus pares. • Ha afrontado o está en riesgo de afrontar abandono de los clientes debido a un descenso en la calidad y porque los clientes perciben sus productos o servicios como menos valiosos que los de sus competidores. • Sus ingresos y participaciones de mercado son vulnerables a la agresividad en los precios por parte de competidores actuales o nuevos o a los riesgos de desplazamiento tecnológico en el corto a mediano plazo. • Sus indicadores de calidad de productos o servicios y de satisfacción o retención de clientes son más débiles que el promedio de la industria. • Sus reinversiones en sus negocios son menores que las de sus pares, su capacidad para retener talento operativo es limitada, su red de distribución es ineficiente y sus ingresos podrían estancarse o caer como resultado de todo esto.

Tabla 9. Evaluación de Tamaño, Alcance y Diversidad

Calificador	Qué significa	Lineamiento
Fuerte	<ul style="list-style-type: none"> En general, el tamaño, alcance y diversidad de la empresa respaldan la estabilidad de sus ingresos y ganancias, al hacerla esencialmente invulnerable incluso a las más problemáticas combinaciones de factores, eventos o tendencias adversas. Sus ventajas significativas en tamaño, alcance y diversidad le permiten sortear amenazas económicas, regionales, competitivas y tecnológicas de mejor manera que sus competidores. 	<ul style="list-style-type: none"> La gama de productos o servicios de la empresa está entre las más exhaustivas en su sector. La empresa genera sus ingresos y ganancias de un conjunto de productos y servicios más amplio que el promedio de la industria. Sus productos y servicios presentan participaciones de mercado líderes en la industria en comparación con otros participantes. No depende de un cliente en particular ni de un grupo pequeño de clientes. Y si lo hace, dicho cliente o clientes tiene o tienen una elevada calidad crediticia, su demanda es altamente sostenible, o la compañía y su cliente o clientes presentan una interdependencia importante. No depende de ningún proveedor en particular o grupo relacionado de proveedores que no pueda reemplazar fácilmente. Si lo hace, dicho proveedor o proveedores tiene o tienen una elevada calidad crediticia, o la empresa y su proveedor o proveedores presentan una interdependencia importante. Cuenta con una diversidad geográfica más amplia que la de sus pares y no depende de manera abrumadora de un solo mercado local o regional. Si lo hace, el mercado es local, a menudo por razones regulatorias. Los centros de producción o servicio de la empresa están diversificados en varias ubicaciones. Lleva a cabo inversiones estratégicas que le generan una diversificación positiva de negocio.
Adecuada	<ul style="list-style-type: none"> En general, el tamaño, alcance y diversidad de la empresa es comparable a los de sus pares. Su capacidad para sortear amenazas económicas, competitivas o tecnológicas es comparable a la capacidad de otros dentro de su sector. 	<ul style="list-style-type: none"> La empresa tiene una amplia gama de productos o servicios en comparación con sus competidores y no depende de un producto o servicio en particular para generar la mayoría de sus ingresos y ganancias. Su participación de mercado es promedio en comparación con la de sus competidores. Su dependencia de o concentración en clientes clave no es mayor que el promedio de la industria, y sería improbable que la pérdida de un cliente principal entrañe un riesgo elevado para la estabilidad de su negocio. No es extremadamente dependiente de ningún proveedor individual o grupo regional de proveedores que no pudieran reemplazarse fácilmente. No depende excesivamente de un solo mercado local o regional y su presencia geográfica de producción e ingresos se compara con la de otros participantes de la industria.
Débil	<ul style="list-style-type: none"> La falta de tamaño, alcance y diversidad de la empresa compromete la estabilidad y sustentabilidad de sus ingresos y ganancias. La vulnerabilidad de la empresa a, o su dependencia de, diversos elementos de tamaño, alcance y diversidad hace menos probable que pueda sortear amenazas económicas, competitivas o tecnológicas en comparación con sus competidores. 	<ul style="list-style-type: none"> La línea de productos o servicios de la empresa está algo limitada en comparación con la de sus pares en el sector. La compañía genera sus ganancias de un grupo reducido de productos o servicios y no ha logrado una participación de mercado importante en comparación con sus pares. La demanda de sus productos o servicios es menor que la de sus competidores, y esta tendencia no está mejorando. Depende en gran medida de un cliente en particular o de un pequeño grupo de clientes, y las características de su base de clientes no mitigan este riesgo. Depende de un proveedor en particular o grupo de proveedores, a los que no sería fácil reemplazar sin incurrir en elevados costos de intercambio. Depende de manera desproporcionada de una sola economía local o regional para la venta de sus bienes o servicios, y la industria de la empresa es global. Los activos clave para la producción están concentrados por ubicación y la empresa tiene una capacidad limitada para reemplazarlos rápidamente sin incurrir en costos elevados en relación con sus ganancias.

Tabla 10. Evaluación de la Eficiencia Operativa

Calificador	Qué significa	Lineamiento
Fuerte	<ul style="list-style-type: none"> • La empresa maximiza sus ingresos y ganancias mediante un uso inteligente de activos, minimizando costos e incrementando la eficiencia. • La estructura de costos de la empresa debe permitirle sortear desaceleraciones económicas de mejor manera que sus pares. 	<ul style="list-style-type: none"> • La empresa tiene una estructura de menores costos respecto de sus pares, lo que se traduce en mayores ganancias o márgenes incluso si el uso de su capacidad instalada o demanda están muy por debajo de los niveles ideales y durante ciclos a la baja económicos y de la industria. • La empresa ha demostrado su capacidad para manejar eficientemente los costos fijos y variables en las desaceleraciones cíclicas y tiene un historial de programas exitosos de reducción de costos, y a menudo en marcha. • El uso de su capacidad instalada está cerca del nivel óptimo en el pico del ciclo de la industria y supera el promedio de la industria a lo largo del ciclo. • La empresa ha demostrado que puede trasladar los incrementos en sus costos de insumos y esperamos que así continúe. • Tiene una capacidad muy fuerte para ajustar los costos de producción y laborales en respuesta a cambios en la demanda sin generar repercusiones en la calidad del producto, o ha demostrado capacidad para operar de manera muy rentable en un entorno laboral más costoso o menos flexible. • Sus proveedores han demostrado capacidad para afrontar las oscilaciones en la demanda sin generar cuellos de botella o problemas de calidad y pueden absorber incluso las más severas interrupciones en la cadena de abasto. • La empresa cuenta con una administración superior del capital de trabajo, como lo evidencia el "ciclo de conversión de efectivo" superior al promedio, y otros indicadores del capital de trabajo, lo que respalda un mayor flujo de efectivo y menores costos de fondeo. • Sus inversiones en tecnología probablemente incrementen el crecimiento de los ingresos y/o mejoren su estructura de costos y eficiencia operativa.
Adecuada	<ul style="list-style-type: none"> • Una combinación de estructura de costos y eficiencia respalda la sustentabilidad de las ganancias con una volatilidad promedio de las mismas en comparación con los pares de la empresa. Su estructura de costos es similar a la de sus pares. 	<ul style="list-style-type: none"> • La empresa ha demostrado capacidad para administrar algunos costos fijos y la mayoría de los variables, excepto durante periodos de demanda extremadamente débil y tiene cierto historial de reducción de costos en las buenas y las malas épocas. • Su estructura de costos le permite cierta rentabilidad, incluso si el uso de la capacidad instalada o la demanda de los clientes se encuentra muy por debajo de los niveles ideales. La empresa al menos puede alcanzar el punto de equilibrio durante la mayor parte del ciclo industria/demanda. • Su estructura de costos está en línea con la de sus pares. Por ejemplo, sus gastos de ventas, generales y administrativos (SG&A, por sus siglas en inglés) como porcentaje de sus ingresos es similar al de sus pares y es probable que se mantenga estable. • La empresa ha demostrado capacidad para ajustar sus costos laborales en la mayoría de los escenarios sin afectar su producción y calidad de sus productos, o puede operar de manera rentable en un entorno laboral más costoso o menos flexible; ha tenido cierto éxito en trasladar el incremento de los costos de producción aunque quizá solamente de manera parcial o con rezago. • Sus proveedores han afrontado las variaciones típicas en la demanda sin generar cuellos de botella generalizados o problemas de calidad, y la empresa tiene capacidad para afrontar interrupciones limitadas en la cadena de abasto. • Tiene una buena administración del capital de trabajo, como lo evidencia su ciclo de conversión de efectivo y sus indicadores de capital de trabajo, que están en línea con los de sus pares. • Sus inversiones en tecnología probablemente le ayuden al menos a mantener su estructura de costos y el nivel actual de eficiencia operativa.
Débil	<ul style="list-style-type: none"> • La eficiencia operativa de la empresa la deja con una menor rentabilidad en comparación con sus pares debido a un menor uso de los activos y/o una mayor estructura de costos, menos flexible. 	<ul style="list-style-type: none"> • La estructura de costos de la empresa le permite una rentabilidad mejor a la marginal, solamente si el uso de su capacidad instalada está en la cima del ciclo o durante periodos de fuerte demanda. La compañía necesita condiciones de la industria, sólidas y sostenidas para generar una rentabilidad razonable. • La empresa tiene éxito o capacidad limitados para administrar los costos fijos e incluso la mayoría de los costos normalmente variables están fijos para los próximos dos a tres años. • La empresa tiene un historial limitado de reducciones de costos exitosas, tales como la disminución de los costos laborales ante las oscilaciones en la demanda, o tiene una capacidad limitada para trasladar los incrementos en los costos de producción. • Sus costos son mayores que los de sus pares. Por ejemplo, los gastos SG&A de la empresa como porcentaje de los ingresos son mayores a los de sus pares y probablemente así se mantendrán. • Sus proveedores pueden afrontar cuellos de botella o problemas de calidad en caso de que se presenten variaciones modestas en la demanda, o tienen capacidades tecnológicas limitadas. Hay evidencia de que una interrupción limitada en la cadena de abasto dificultaría a los proveedores cumplir con sus compromisos con la empresa. • Su administración de capital de trabajo es débil, como lo evidencian sus indicadores de capital de trabajo que son significativamente peores que los de sus pares, lo que se traduce en un menor flujo de efectivo y en mayores costos de fondeo. • No realiza inversiones en tecnología, lo que podría afectar el crecimiento de sus ingresos y/o dar por resultado una estructura de mayores costos y operaciones menos eficientes en relación con sus pares.

3. Determinación de la evaluación preliminar de la posición competitiva: Perfil de Grupo de la Posición Competitiva y ponderaciones por categoría

67. Tras evaluar la ventaja competitiva; tamaño, alcance y diversidad; y la eficiencia operativa, determinamos la evaluación preliminar de la posición competitiva de la empresa mediante la asignación de una ponderación específica para cada componente. Las ponderaciones dependen del Perfil de Grupo de la Posición Competitiva (PGPC).

68. Hay cinco PGPC posibles: 1) enfoque en servicios y productos, 2) enfoque en producto/determinado por el tamaño, 3) enfoque en el capital o en activos, 4) enfoque en productos básicos/determinado por el costo, 5) enfoque en productos básicos/determinado por el tamaño, y 6) industria nacional y servicios públicos (véase la Tabla 11 para las definiciones y características).

Tabla 11. Perfiles de Grupo de la Posición Competitiva (PGPC)		
PGPC	Definición y características	Ejemplos
Enfoque en servicios y productos	Marcas, calidad de productos o tecnología, y reputación del servicio son normalmente factores clave de diferenciación para competir en la industria. El uso intensivo de capital es normalmente de bajo a moderado, aunque para respaldar la marca a menudo se requiere reinversiones constantes en la base de activos.	Normalmente, estas son empresas en las industrias orientadas a consumidores, manufacturas ligeras o servicios. Algunos ejemplos incluyen productores de medicamentos de marca, compañías de software y alimentos empacados.
Enfoque en producto / determinado por el tamaño	Diversidad geográfica y de productos, así como el tamaño y posición de mercado son los factores clave de diferenciación. La tecnología sofisticada y los estrictos controles de calidad acentúan el riesgo de concentración de producto. Las preferencias de producto o las relaciones de venta son más importantes que la marca o el precio. La estructura de costos es relativamente insignificante.	El sector más aplicable es el de aparatos médicos / productores de equipo, en particular los que operan en la parte superior de la escala tecnológica. Estas empresas realizan sus ventas en gran medida a través de intermediarios, y no de manera directa a los consumidores.
Enfoque en capital o activos	Generalmente se requieren inversiones considerables de capital para sostener las posiciones de mercado en la industria. La identificación de la marca tiene una importancia limitada, aunque la calidad de producto y del servicio a menudo se mantiene como el factor diferenciador.	Las industrias de manufactura pesada generalmente caen en esta categoría. Algunos ejemplos influyen los productores de infraestructura para telecomunicaciones y los de semiconductores.
Enfoque en productos básicos / Determinado por el costo	La posición de los costos y la eficiencia de los activos de producción son más importantes que el tamaño, escala y diversificación. La identificación de marca tiene una importancia limitada.	Generalmente, estas son compañías que manufacturan productos a partir de recursos naturales que se usan como insumos en otras industrias. Ejemplos de estas incluyen las productoras forestales y de productos de papel que cosechan manera o producen pulpa, empaques de papel o productos de madera.
Enfoque en productos básicos / Determinado por el tamaño	Las empresas de productos básicos (<i>commodities</i>) puros tienen poca diferenciación de producto y tienden a competir en precio y rentabilidad. Aunque está presente, el reconocimiento de marca o las diferencias de producto son secundarias o de menos importancia.	Algunos ejemplos incluyen los productores de <i>commodities</i> puros y la mayoría de los productores primarios de petróleo y gas, a algunos productores con una modesta diferenciación de producto o marca, tales como los alimentos básicos.
Industria nacional y servicios públicos	La política o control gubernamental, regulación, régimen fiscal y políticas arancelarias afectan de manera importante la dinámica competitiva de la industria (véanse los párrafos 74-75).	Un ejemplo es una empresa de servicios de agua en un mercado emergente.

69. La naturaleza de la competencia y los factores clave de éxito generalmente están prescritos por las características de la industria pero varían de acuerdo con la empresa. Cuando el servicio, la calidad del producto o el valor de la marca sean factores competitivos importantes, daremos una mayor ponderación al componente de ventaja competitiva en nuestra evaluación general. Por el contrario, si la empresa produce un producto básico, la diferenciación no tiene tanta importancia y ponderaríamos más el tamaño, alcance y diversidad, así como la eficiencia operativa (véase la Tabla 12).

Tabla 12. Perfiles de Grupo de la Posición Competitiva y ponderaciones por categoría

Componente	Enfoque en productos y servicios (%)	Enfoque en producto / determinado por el tamaño (%)	Enfoque en capital o activos (%)	Enfoque en productos básicos / Determinado por el costo (%)	Enfoque en productos básicos / Determinado por el tamaño (%)	Industrias nacionales y de servicios públicos (%)
1. Ventaja Competitiva	45	35	30	15	10	60
2. Tamaño, alcance y diversidad	30	50	30	35	55	20
3. Eficiencia operativa	25	15	40	50	35	20
Total	100	100	100	100	100	100
Evaluación promedio ponderada*	1.0-5.0	1.0-5.0	1.0 – 5.0	1.0 – 5.0	1.0 – 5.0	1.0 – 5.0
*1) fuerte 2) fuerte / adecuado 3) adecuado 4) adecuado / débil 5) débil						

70. Colocamos cada una de las industrias definidas (véase el Apéndice B, Tabla 27) dentro de alguno de los seis PGPC (véase antes y el Apéndice B, Tabla 27). Esto es solamente el punto inicial del análisis dado que reconocemos que algunas industrias son menos homogéneas que otras y que las estrategias específicas de cada empresa, afectan la base de la competencia.

71. De hecho, los criterios permiten ser flexibles en la selección del perfil de grupo de una empresa (con sus ponderaciones por categoría). Las razones para seleccionar un perfil diferente al sugerido en la tabla guía pueden incluir las siguientes:

- La industria es heterogénea, lo que significa que la naturaleza de la competencia difiere de un subsector al siguiente, e incluso posiblemente al interior de los subsectores. El artículo de KCF para la industria identificaría tales circunstancias.
- La estrategia de una empresa podría afectar la importancia relativa de sus factores clave de competencia.

72. Por ejemplo, el PGPC estándar para la industria de telecomunicaciones y cable es el de enfoque en servicios y productos. Aunque este podría ser un perfil de grupo apropiado para los operadores y proveedores de servicios, podríamos analizar mejor a un proveedor de infraestructura bajo el perfil de grupo de enfoque en capital o activos. Otros ejemplos: En la industria de bienes de capital, una empresa de renta de equipo de construcción podría analizarse bajo el perfil de grupo de enfoque en capital o activos, debido a la importancia de la administración eficiente del ciclo de gasto de capital en este segmento de la industria, mientras que un proveedor de hardware, software, y de servicios para la automatización industrial podría analizarse bajo el perfil de grupo de enfoque en servicios y productos si consideramos que puede diferenciarse en el mercado con base en el desempeño del producto, innovación tecnológica y servicio.

73. En algunas industrias, los efectos de la política gubernamental, regulación, control del gobierno, y políticas fiscal y arancelaria puede alterar significativamente la dinámica competitiva, dependiendo del país en el que opera la empresa. Eso puede alterar nuestra evaluación sobre la ventaja competitiva de una empresa; sobre su tamaño, escala y diversidad; o sobre su eficiencia operativa. En algunos países, cuando las industrias presentan riesgos que difieren de manera importante de los capturados en nuestro perfil y evaluación de riesgo de la industria global (véase “Metodología: Riesgo de la industria”, publicado el 21 de noviembre de 2013, sección B), daremos una mayor ponderación a la ventaja competitiva para capturar el efecto, positivo o negativo, sobre la dinámica competitiva. La evaluación de la ventaja competitiva; del tamaño, escala y diversidad; y de la eficiencia operativa reflejará las ventajas o desventajas con base en estos factores de riesgo de la industria nacional. Este podría ser el caso, por ejemplo, para un productor de acero en un mercado emergente. La Tabla 13 identifica las circunstancias bajo las cuales los factores de riesgo de la industria nacional son positivos o negativos.

Tabla 13. Factores de riesgo de la industria nacional

Factores positivos de riesgo de la industria nacional	<ul style="list-style-type: none"> • Política gubernamental, incluyendo regulación, propiedad y esquema fiscal, que brinda apoyo y tiene un buen historial de mitigar riesgos que podrían desestabilizar los márgenes de la industria. Cualquier propiedad del gobierno, arancel y política fiscal que respalda las perspectivas de crecimiento de los ingresos y de la generación de ganancias. Hay muy poco riesgo discernible de política negativa, regulatoria, propiedad o cambios fiscales que pudieran amenazar la estabilidad del negocio.
Factores negativos de riesgo de la industria nacional	Política gubernamental y regulación con un débil historial de estabilizar márgenes y reducir los riesgos de la industria. Cualquier propiedad del gobierno, arancel y política fiscal que mina las perspectivas de crecimiento de los ingresos y de la generación de ganancias. Hay un creciente riesgo de política negativa, de propiedad y cambios fiscales que pudieran amenazar la estabilidad de la industria.

74. Cuando los factores de riesgo de la industria nacional son positivos para una empresa, generalmente brindan apoyo al crecimiento de los ingresos, de las ganancias, al logro de mayores márgenes de EBITDA y/o a lograr una volatilidad de las ganancias inferior al promedio. A menudo, estos beneficios generan barreras de entrada que impiden o incluso obstaculizan la llegada de nuevos participantes al mercado, lo que debe reflejarse en la evaluación de la ventaja competitiva. Estos beneficios también pueden incluir mitigantes del riesgo que permiten a la empresa sortear desaceleraciones económicas y amenazas competitivas y tecnológicas de una mejor manera en sus mercados locales respecto de lo que pueden hacer sus competidores internacionales. La evaluación de tamaño, escala y diversidad podría también beneficiarse de estas políticas si la empresa logra sortear las amenazas económicas, regionales, competitivas y tecnológicas de una mejor manera que sus competidores globales. De igual manera, la evaluación de eficiencia operativa de la empresa podría mejorar si, como resultado, puede afrontar de una mejor manera que sus competidores internacionales las desaceleraciones económicas, considerando su estructura de costos.

75. Por el contrario, cuando los factores de riesgo de la industria nacional son negativos para una empresa, generalmente afectan el crecimiento de los ingresos y de las ganancias, reduciendo los márgenes de EBITDA, y/o incrementando la volatilidad promedio de las ganancias. La empresa también podría tener menos protección contra las desaceleraciones económicas y frente a las amenazas competitivas y tecnológicas dentro de sus mercados locales en comparación con sus competidores globales. Asimismo, podríamos ajustar a la baja nuestra evaluación sobre el tamaño, alcance y diversidad de la empresa si, como resultado de estas políticas, es menos capaz que sus competidores internacionales de sortear las amenazas económicas, regionales, competitivas y tecnológicas. De igual manera, podríamos ajustar a la baja la evaluación sobre su eficiencia operativa si, como resultado de estas políticas, la empresa es menos capaz de sortear las desaceleraciones económicas, considerando su estructura de costos.

76. Un ejemplo de cuándo podemos usar un factor de riesgo de la industria nacional sería para el dueño de una red de telecomunicaciones que se beneficia de una posición monopólica sobre la red, respaldado por barreras de capital sustanciales para entrar, y por ende está sujeto a los precios regulados por sus servicios. En consecuencia, en contraste con una empresa común de telecomunicaciones, nuestro análisis de la posición competitiva de la empresa tendrá un mayor enfoque en el carácter monopólico de sus operaciones, así como la naturaleza y la fiabilidad del marco regulatorio del operador para respaldar a los ingresos y ganancias futuros. Si consideramos que el marco regulatorio respalda la estabilidad a futuro de los ingresos del grupo, y consideramos que su posición monopólica es sostenible, evaluaríamos estos factores de riesgo de la industria nacional como positivos en nuestra evaluación de la posición competitiva del grupo.

77. La evaluación promedio ponderada se traduce en la evaluación preliminar de la posición competitiva en una escala de 1 a 6, donde 1 es la mejor. La Tabla 14 describe la matriz que usamos para traducir la evaluación promedio ponderada de los tres componentes en la evaluación preliminar de la posición competitiva.

Tabla 14. Conversión de las evaluaciones promedio ponderadas en evaluaciones preliminares de la posición competitiva

Rango de la evaluación promedio ponderada	Evaluación preliminar de la posición competitiva
1.0 - 1.50	1
>1.50 - 2.25	2
>2.25 - 3.00	3
>3.00 - 3.75	4
>3.75 - 4.50	5
>4.50 - 5.00	6

4. Evaluación de la rentabilidad

78. Evaluamos la rentabilidad en la misma escala de 1 a 6 como hacemos con la evaluación de la posición competitiva.

79. La evaluación de la rentabilidad consiste de dos subcomponentes: nivel de rentabilidad y volatilidad de la rentabilidad, que analizamos por separado. Usamos una matriz para combinar ambas en la evaluación final de la rentabilidad.

a) Nivel de rentabilidad

80. El nivel de rentabilidad se evalúa en el contexto de la industria a la que pertenece la empresa. Comúnmente medimos la rentabilidad usando el retorno sobre capital (ROC, por sus siglas en inglés) y los márgenes de EBITDA, pero también podríamos utilizar razones específicas del sector tales como utilidad operativa por barril de petróleo equivalente en el sector de exploración y producción de gas y petróleo o ganancias por metro cuadrado de espacio de almacenamiento en el sector minorista. También es importante, como con otros componentes de la posición competitiva, revisar la rentabilidad en el contexto de la industria en la que opera la empresa, no solamente en su subsector más reducido. (Véase la lista de industrias y subsectores en el Apéndice B, Tabla 27).

81. Evaluamos el nivel de rentabilidad en una escala de tres puntos: superior al promedio, promedio e inferior al promedio. Los artículos de KCF por industria pueden establecer lineamientos numéricos, por ejemplo indicando que un ROC de más de 12% es considerado como superior al promedio, de entre 8% y 12% es promedio, y debajo de 8% es inferior al promedio para la industria, o al diferenciar entre subsectores al interior de una industria. En ausencia de lineamientos numéricos, comparamos una empresa contra sus pares en toda la industria.

82. Calculamos los índices de rentabilidad generalmente con base en un promedio de cinco años, que está conformado por dos años de información histórica, nuestras proyecciones para el año en curso (incorporando cualquier resultado parcial reportado en el año y las estimaciones para el resto del año), y los próximos dos años financieros. Puede haber situaciones en las que consideremos resultados históricos o pronósticos de más o menos tiempo, dependiendo de factores tales como disponibilidad de información financiera, eventos transformadores (tales como fusiones o adquisiciones), distorsión cíclica (como los indicadores de picos o valles en los ciclos que no consideramos totalmente representativos del nivel de rentabilidad de una empresa), y tomamos en cuenta las tendencias de mejora o deterioro en los índices de rentabilidad en nuestra evaluación.

b) Volatilidad de la rentabilidad

83. Basamos la volatilidad de la rentabilidad en el error estándar de la regresión (SER, por sus siglas en inglés) para los niveles históricos de EBITDA, márgenes de EBITDA o retorno de capital de una empresa. Los artículos de KCF presentan lineamientos sobre los indicadores que son más apropiados para cada industria o conjunto de empresas. Cuando elegimos el EBITDA, a fin de comparar compañías de diferentes tamaños, dividimos el error estándar relativo entre el EBITDA promedio de la empresa durante el periodo correspondiente.

84. El SER es una medida estadística que estima la desviación en torno a una línea de tendencia 'más adecuada'. Hacemos una regresión del EBITDA, márgenes de EBITDA o retorno sobre capital de una empresa contra el tiempo. Una ventaja clave del SER sobre la desviación estándar o sobre el coeficiente de variación es que no considera los datos de tendencia ascendente como inherentemente más volátiles. Al mismo tiempo, reconocemos que el SER, como cualquier medida estadística, podría subestimar o sobreestimar la volatilidad esperada y por consiguiente haremos ajustes cualitativos cuando resulte apropiado (véanse los párrafos 86-90). Además, solamente calculamos el SER cuando las empresas cuentan con al menos siete años de información anual histórica y no han cambiado significativamente su línea de operación durante dicho periodo, a fin de asegurar que los resultados sean significativos.

85. Al igual que con el nivel de rentabilidad, evaluamos el SER de una empresa en el contexto de su grupo de industria. Para la mayoría de las industrias, establecemos una escala de seis puntos donde 1 captura a las empresas menos volátiles, es decir, aquellas con los niveles de SER más bajos, y el 6 identifica a las empresas cuyas ganancias son más volátiles. Hemos establecido parámetros SER específicos por industria utilizando los siete años de información más reciente para las empresas dentro de cada sector. Consideramos que generalmente siete años es un número adecuado de años para capturar un ciclo de negocio. (Véase el Apéndice B, sección 4 para los parámetros SER específicos por industria). Para las empresas cuyos segmentos de negocio corresponden a industrias múltiples, evaluamos el SER en el contexto de la industria más dominante de la organización –si esa industria representa al menos dos terceras partes del EBITDA, ventas u otro indicador relevante de dicha organización. Si la compañía es un conglomerado y no se puede identificar a una industria dominante, evaluaremos la volatilidad de sus ganancias en el contexto de los lineamientos SER para todas las empresas no financieras.

86. En algunas circunstancias, el SER derivado de la información histórica puede subestimar –o sobreestimar— la volatilidad futura esperada, y podríamos ajustar la evaluación al alza o a la baja. El alcance de los potenciales ajustes depende de que se cumplan algunas condiciones como se describe a continuación.

87. Podríamos ajustar a la baja la evaluación de volatilidad derivada del SER (es decir, considerar una evaluación de mayor volatilidad) en hasta dos categorías si el nivel esperado de volatilidad no es aparente en las cifras históricas, y si la compañía presenta alguna de las siguientes situaciones:

- Tiene una evaluación de riesgo país ponderada de 4 o peor, que, independientemente de su desempeño previo, podría dar por resultado un entorno de negocio menos estable en adelante;
- Opera en un subsector de la industria proclive a una mayor tecnología, cambios regulatorios u otros riesgos disruptivos potenciales que no se han presentado durante el periodo de siete años;
- Es de tamaño y alcance limitados, lo que a menudo dará por resultado una vulnerabilidad inherentemente mayor a los cambios externos; o
- Ha buscado fusiones y adquisiciones importantes o proyecciones internas de crecimiento que ocultan la tendencia de desempeño subyacente de la empresa. Como ejemplo, una empresa podría haber consumado una adquisición durante el valle del ciclo, ocultando lo que de otra manera había sido una caída significativa en su desempeño.

88. La elección de una o dos categorías depende del grado de probabilidad de que se materialicen los riesgos relacionados y de nuestra opinión sobre la probable severidad de tales riesgos.

89. Por el contrario, podríamos ajustar al alza la evaluación de volatilidad derivada del SER (es decir, considerar una evaluación que refleje menor volatilidad) hasta en dos categorías si observamos que han cedido las condiciones que históricamente generan mayor volatilidad y ya no son representativas. Este será el caso cuando:

- La empresa creció a un ritmo moderadamente más rápido, aunque más desigual, en relación con la industria. Dado que medimos la volatilidad en torno a una tendencia lineal, una empresa que crece a un porcentaje constante de incremento moderado (en relación con la industria) o a un ritmo desigual (por ejemplo, debido programas de gasto de inversión "irregulares") podría recibir una evaluación relativamente desfavorable sobre una base no ajustada, que no reflejaría el desempeño de la empresa de una manera firme. (Por el contrario, las empresas que crecen a una tasa significativamente mayor que el promedio de la industria a menudo lo hacen a tasas insostenibles de crecimiento o adoptando estrategias de alto riesgo. Las empresas con estas estrategias de crecimiento de algo riesgo no recibirían una mejor evaluación y podrían ajustarse para recibir una evaluación peor);
- La diversificación geográfica, de clientes o productos de una empresa ha incrementado su alcance como resultado de una adquisición o rápida expansión (por ejemplo, obtiene grandes contratos de largo plazo), generando más estabilidad en las ganancias futuras, en nuestra opinión;
- El modelo de negocios de la empresa está atravesando por un cambio radical que esperamos beneficiará la estabilidad de sus ganancias, tales como un nuevo marco regulatorio o un cambio tecnológico importante que se espera le brinde un perfil competitivo importante y protección de sus márgenes en el tiempo.

90. La elección de una o dos categorías depende del grado de probabilidad de que se materialicen los riesgos relacionados y de nuestra opinión sobre la probable severidad de tales riesgos.

91. Si la empresa no cuenta con siete años de información anual o ha cambiado significativamente su línea de operación, o ha asumido anormales niveles elevados de fusiones y adquisiciones durante este periodo, entonces no usamos su SER para evaluar la volatilidad de la rentabilidad. En estos casos, usamos un aproximado para establecer la evaluación de volatilidad. Si hay una empresa par que lo tiene, y se espera que continúe teniendo características muy similares de volatilidad en la rentabilidad, usamos el SER de dicha entidad par como una aproximación.

92. De no existir tal empresa par para correlacionarla, o si no se puede identificar con suficiente confianza, llevamos a cabo una evaluación de la volatilidad esperada con base en las siguientes reglas:

- Asignamos una evaluación de 3 si esperamos que la rentabilidad de la empresa, respaldada por la evidencia histórica disponible, presentará un patrón de volatilidad en línea con, o algo menos volátil que, el promedio de la industria.
- Asignamos una evaluación de 2 con base en nuestra confianza, respaldada por la evidencia histórica disponible, de que la empresa presentará una menor volatilidad en sus indicadores de rentabilidad que el promedio de la industria. Esto puede estar apoyado por algunos de los factores que listamos en el párrafo 89, mientras que los incluidos en el párrafo 87 normalmente no aplicarían.
- Asignamos una evaluación de 4 o 5 con base en nuestra expectativa de que los indicadores de rentabilidad mostrará una volatilidad algo mayor (4), o significativamente mayor (5) que la industria, apoyados en la evidencia histórica disponible, o debido a la aplicación de los factores de ajuste posibles listados en el párrafo 87.
- Rara vez se asignan evaluaciones de 1 o 6 y solamente pueden lograrse con base en una combinación de evidencia de la información y pruebas de confianza muy elevadas. Para una evaluación de 1 requerimos una fuerte evidencia de volatilidad mínima en los indicadores de rentabilidad en comparación con la industria, apoyada por al menos cinco años de información histórica, combinada con un grado muy elevado de confianza de que continuará así en el futuro, incluyendo la ausencia de riesgo país, riesgo de subsector o consideraciones de tamaño que de cualquier otra manera garantizarían una evaluación peor según lo estipulado en el párrafo 87. Para una evaluación de 6 necesitamos una evidencia fuerte de una volatilidad muy elevada en los indicadores de rentabilidad en comparación con la industria, respaldada por al menos cinco años de información histórica y una confianza muy elevada de que así se mantendrá en el futuro.

93. Posteriormente, combinamos el nivel de evaluación de rentabilidad con la evaluación de volatilidad para determinar la evaluación final de rentabilidad aplicando la matriz de la Tabla 15.

Tabla 15. Evaluación de la rentabilidad						
	--Evaluación de la volatilidad de la rentabilidad--					
Nivel de la evaluación de la rentabilidad	1	2	3	4	5	6
Superior al promedio	1	1	2	3	4	5
Promedio	1	2	3	4	5	6
Inferior al promedio	2	3	4	5	6	6

5. Combinación de la evaluación preliminar de la posición competitiva con rentabilidad

94. El cuarto paso y final para establecer la evaluación de la posición competitiva, es combinar la evaluación preliminar de la posición competitiva con la evaluación de la rentabilidad. Usamos la matriz de combinación de la Tabla 16 que muestra como la evaluación de rentabilidad puede confirmar, fortalecer o debilitar (en hasta una categoría) la evaluación general de la posición competitiva.

Tabla 16. Combinación de la evaluación preliminar de la posición competitiva con la rentabilidad						
	--Evaluación preliminar de la posición competitiva--					
Evaluación de la rentabilidad	1	2	3	4	5	6
1	1	2	2	3	4	5
2	1	2	3	3	4	5
3	2	2	3	4	4	5
4	2	3	3	4	5	5
5	2	3	4	4	5	6
6	2	3	4	5	5	6

95. En general esperamos que las empresas con una evaluación preliminar fuerte de posición competitiva muestren indicadores sólidos y menos volátiles de rentabilidad. Por el contrario, las empresas con una evaluación preliminar de posición competitiva relativamente más débil generalmente tendrán indicadores más débiles y/o más volátiles de rentabilidad. Nuestro análisis de rentabilidad ayuda a identificar si la administración está traduciendo cualesquier ventaja competitiva, beneficio de diversificación e indicadores de manejo de costos percibidos en mayores ganancias y en índices más estables de retorno sobre capital y de retorno sobre ventas en comparación con los promedios de la industria. Cuando la rentabilidad difiere marcadamente de lo que la evaluación preliminar/ancla de la posición competitiva implicaría, ajustamos de acuerdo con ello la evaluación de la posición competitiva.

96. Nuestro método de ajuste está inclinado hacia la evaluación preliminar de la posición competitiva más que hacia la evaluación de rentabilidad (por ejemplo, una evaluación preliminar de posición competitiva de 6 y una evaluación de rentabilidad de 1, resultará en una evaluación final de 5).

E. Flujo de efectivo / Apalancamiento

97. La tendencia de la generación de flujo de efectivo, actual y futura, en relación con las obligaciones en efectivo, a menudo es el mejor indicador del riesgo financiero de una empresa. Los criterios evalúan diversos índices crediticios, predominantemente los que están basados en el flujo de efectivo, que se complementan entre sí al centrarse en los diferentes niveles de la cascada de flujo de efectivo de una empresa en relación con sus obligaciones (es decir, antes y después de la inversión en capital de trabajo, antes y después de los gastos de capital, antes y después de dividendos), para desarrollar una perspectiva amplia y exhaustiva. Además, los criterios identifican las razones financieras que consideramos más relevantes para medir el riesgo crediticio de una empresa con base en sus características individuales y su ciclo de negocios.

98. Para el análisis de las empresas con evaluaciones más fuertes o intermedias sobre el apalancamiento del flujo de efectivo (una medida de la relación entre los flujos de efectivo de las empresas y sus obligaciones de deuda según se indica en los párrafos 106 y 124), principalmente evaluamos los flujos de efectivo que reflejan la flexibilidad y discreción considerable sobre los desembolsos que normalmente tienen dichas compañías. Para estas entidades, el punto inicial en el análisis es el flujo de efectivo antes de los cambios en el capital de trabajo más las inversiones de capital en relación con el tamaño de las obligaciones de deuda de una empresa para medir la capacidad relativa de que puede repagar su deuda. Estos índices de flujo de efectivo de “apalancamiento” o “amortización” indican que tanta flexibilidad y capacidad tiene la empresa para pagar sus obligaciones.

99. Para las entidades con evaluaciones más débiles o importantes de apalancamiento de flujo de efectivo (según lo que se indica en los párrafos 105 y 124), los criterios también establecen la evaluación de los flujos de efectivo en relación con el costo de acarreo o la carga de intereses sobre la deuda de una empresa. Esto nos ayudará a evaluar la capacidad absoluta y relativa de una empresa para servir su deuda. Estos índices de “cobertura” o “servicio de la deuda” con base en el flujo de efectivo son un indicador de la capacidad de la empresa para pagar sus obligaciones con las ganancias de efectivo y de la protección que posee durante los periodos de estrés. Estos índices, en particular las razones de cobertura de intereses, se vuelven más importantes entre más bajo está una empresa en el espectro crediticio.

1. Evaluación del flujo de efectivo / apalancamiento

100. Bajo los criterios, evaluamos el flujo de efectivo/apalancamiento como 1, mínimo; 2, modesto; 3, intermedio; 4, significativo; 5, agresivo; o 6, altamente apalancada. Para llegar a estas evaluaciones, los criterios combinan las evaluaciones de varios índices crediticios, en especial los que están basados en el flujo de efectivo, que se complementan entre sí al centrarse en los diferentes niveles de la cascada del flujo de efectivo de una empresa en relación con sus obligaciones. Para cada índice, hay una evaluación indicativa de apalancamiento del flujo de efectivo que corresponde a un rango específico de valores en una o dos tablas de referencia (véanse las tablas 17, 18 y 19). Derivamos la evaluación final de apalancamiento del flujo de efectivo para una empresa mediante la determinación de los índices suplementarios correspondientes, ajustando la evaluación preliminar del flujo de efectivo conforme a los índices complementarios y, finalmente, modificando la evaluación ajustada del apalancamiento del flujo de efectivo por cualquier volatilidad importante.

2. Índices fundamentales (*core*) y complementarios

*a) Índices fundamentales (*core*)*

101. Para cada empresa, calculamos dos índices crediticios fundamentales (*core*)—fondos de operaciones (FFO, por sus siglas en inglés) a deuda y deuda a EBITDA— de acuerdo con los criterios de índices y ajustes de Standard & Poor's (véase “Criterios de Empresas: Índices y Ajustes”, publicado el 21 de noviembre de 2013). Comparamos esos índices de amortización contra los parámetros que derivamos de la evaluación preliminar de apalancamiento de flujo de efectivo para una empresa. Estos índices también son útiles para determinar la clasificación relativa del riesgo financiero de las empresas.

b) Índices complementarios

102. Los criterios también consideran uno o más índices complementarios (adicionales a los fundamentales) para ayudar a desarrollar una mejor comprensión del perfil de riesgo financiero de una empresa y refinar nuestro análisis de flujo de efectivo. Los índices complementarios pueden confirmar o ajustar la evaluación preliminar de apalancamiento del flujo de efectivo. La confirmación o ajuste de dicha evaluación dependerá de la importancia de los índices complementarios así como de cualquier diferencia en la evaluación indicativa de apalancamiento del flujo de efectivo entre los índices fundamentales y complementarios de acuerdo con lo que se describe en la sección E.3.b.

103. Normalmente, los criterios consideran cinco índices complementarios estándar, aunque los criterios KCF correspondientes podrían introducir índices complementarios adicionales o enfocar la atención en uno o más de los índices complementarios estándar. Los índices complementarios estándar incluyen tres de amortización –flujo de efectivo de operaciones (CFO, por sus siglas en inglés) a deuda, flujo de efectivo libre operativo (FOCF, por sus siglas en inglés) a deuda, y flujo de efectivo discrecional (DCF, por sus siglas en inglés) a deuda—, y dos índices de cobertura, FFO más intereses a intereses de efectivo y EBITDA a intereses.

104. Los criterios establecen lineamientos respecto a la importancia relativa de ciertos índices si una empresa muestra características tales como un elevado apalancamiento, uso intensivo de capital de trabajo, uso intensivo de capital o elevado crecimiento.

105. Si la evaluación preliminar del apalancamiento de flujo de efectivo es importante o más débil (véase la sección E.3), entonces se dará más importancia a dos índices de cobertura, FFO más intereses a intereses de efectivo y EBITDA a intereses, como índices complementarios. A fin de calcular los índices de cobertura, los “intereses de efectivo” incluyen solamente pagos de intereses en efectivo (es decir, los intereses excluyen pagos de intereses que no son en efectivo sobre, por ejemplo, instrumentos de pago en especie [PIK, por sus siglas en inglés]) y no incluyen ningún interés ajustado de Standard & Poor’s sobre renglones tales como arrendamientos, mientras que “intereses” se refiere a la cifra en los estados financieros más los ajustes de Standard & Poor’s a intereses (véase “Criterios de Empresas: Índices y Ajustes”, publicado el 21 de noviembre de 2013).

106. Si la evaluación preliminar del apalancamiento de flujo de efectivo es intermedia o más fuerte, los criterios primero aplicarán los tres índices complementarios estándar de CFO a deuda, FOCF a deuda y DCF a deuda. Cuando el FOCF a deuda y el DCF a deuda indiquen una evaluación de apalancamiento de efectivo que es menor que las otras evaluaciones de apalancamiento de flujo de efectivo derivadas del índice de amortización, ello indica que la empresa tiene un gasto de capital mayor al promedio u otras distribuciones de efectivo no operativo (incluyendo dividendos). Si estas diferencias persisten y son consistentes con una tendencia negativa en los niveles generales de índices, y consideramos que esto no es temporal, entonces estos índices de apalancamiento complementarios tomarían más importancia en el análisis.

107. Si los índices suplementarios indican una evaluación de apalancamiento de flujo de efectivo que es diferente de la evaluación preliminar de apalancamiento de flujo de efectivo, podría sugerir un servicio de la deuda inusual o una aplicación de cargos fijos, un perfil de capital de trabajo o gasto de capital, o inusuales políticas o actividad financiera. En tales casos, evaluaríamos la sustentabilidad o persistencia de estas diferencias. Por ejemplo, si el capital de trabajo o los gastos de capital son inusualmente bajos, lo que genera mejores evaluaciones indicadas, examinamos la sustentabilidad de tal gasto menor en el contexto de su impacto sobre la posición competitiva de más largo plazo de la empresa. Si se presenta una tendencia de deterioro en la base de activos de la empresa, damos menos peso a estos índices complementarios. Si el capital de trabajo o gastos de capital son inusualmente elevados, lo que genera evaluaciones más débiles, examinamos la persistencia y necesidad de realizar dicho gasto mayor. Si la empresa requiere elevados niveles de gasto a fin de mantener su posición competitiva, por ejemplo para sostener su base de activos, damos más peso a estos índices complementarios.

108. Para empresas intensivas en el uso de capital, el EBITDA y FFO pueden sobreestimar la fortaleza financiera, mientras que el FOCF podría constituir un reflejo más acertado de su flujo de efectivo en relación con sus obligaciones financieras. En general, los criterios consideran una empresa de uso intensivo de capital como la que tiene un gasto de capital continuo a ventas de más de 10% o un nivel de depreciación a ventas de más de 8%. Para estas empresas, los criterios dan mayor énfasis al índice complementario de FOCF a deuda. Cuando damos mayor peso analítico a FOCF a deuda, también buscamos estimar el monto de mantenimiento o de capital requerido para un ciclo completo (véase el Apéndice C) bajo condiciones normales (estimamos el mantenimiento de capital requerido para un ciclo completo porque este no es un número reportado). La cifra de FOCF puede ajustarse añadiendo los gastos de capital discrecional estimados. El FOCF ajustado a deuda con base en el mantenimiento de los gastos para un ciclo completo, a menudo ayuda a determinar la importancia que se le da a este índice. Si tanto el FOCF a deuda como el FOCF ajustado a deuda (por el gasto de capital discrecional estimado) generan evaluaciones que son diferentes de las preliminares de apalancamiento de flujo de efectivo, entonces estos índices de apalancamiento complementarios tomarían más importancia en el análisis.

109. Para empresas intensivas en el uso de capital, el EBITDA y FFO también pueden sobreestimar la fortaleza financiera, mientras que el CFO podría constituir un indicador más preciso de su flujo de efectivo en relación con su perfil de riesgo financiero. Bajo estos criterios, si una empresa tiene un índice de capital de trabajo a ventas que supera el 25% o si existen variaciones significativas por temporada en el capital de trabajo, en general, consideramos que es una empresa de uso intensivo de capital. Para estas empresas, los criterios dan mayor énfasis al índice complementario de CFO a deuda. Ejemplos de empresas que tienen características de intensivas en el uso de capital pueden encontrarse en los sectores de bienes de capital, comercialización de metales y minería o industrias minoristas y restaurantes. La necesidad de capital de trabajo en tales industrias reduce la flexibilidad financiera y, por lo tanto, estos índices de apalancamiento complementarios tomarían más importancia en el análisis.

110. Para todas las empresas, cuando el FOCF a deuda o el DCF a deuda es negativo o indica evaluaciones de apalancamiento de flujo de efectivo sustancialmente menores, los criterios requieren que se examine el gasto de capital de la administración y sus estrategias de distribución de efectivo. Para las empresas con elevado crecimiento, generalmente el enfoque está en el FFO a deuda en lugar del FOCF a deuda porque este último índice puede variar mucho dependiendo de la inversión en el crecimiento que la empresa está llevando a cabo. En general, los criterios consideran como una empresa de crecimiento alto a la que presenta un aumento real de sus ingresos de más de 8% anual. El crecimiento real de los ingresos excluye el crecimiento relacionado en los precios o tipo de cambio, bajo estos criterios. En los casos en los que el FOCF o el DCF son bajo, hay un mayor énfasis en el monitoreo de la sustentabilidad de los márgenes y retorno sobre el capital y en general sobre la mezcla de financiamiento a fin de evaluar la tendencia probable de los índices futuros de deuda. Además, el análisis de los índices del servicio de la deuda será importante en tales situaciones. Para las empresas con un crecimiento más moderado, el enfoque generalmente se centra en el FOCF a deuda, a menos que el gasto de capital sea de corto plazo o esté fondeado con deuda.

111. Para las empresas que tienen relaciones bancarias vigentes y bien conectadas podemos reflejarlas en nuestro análisis del flujo de efectivo/apalancamiento mediante el uso de índices de cobertura de intereses como índices complementarios. Estas empresas generalmente tienen vínculos históricos y una fuerte relación vigente con sus principales bancos, así como participaciones por parte de los principales bancos, y manejan la influencia e interacción entre los principales bancos y la compañía. Con base en sus relaciones bancarias, estas empresas a menudo tienen costos menores de servicios de intereses en comparación con sus pares, incluso si el entorno macroeconómico empeora. En tales casos, generalmente usamos los índices de cobertura de intereses como índices complementarios. Este tipo de relación bancaria ocurre en Japón, por ejemplo, donde las empresas que tienen el tipo de relación bancaria descrito en este párrafo tienen a tener una elevada influencia socioeconómica dentro de su país debido al tamaño de sus ingresos, el tamaño de su deuda total, el número de empleados y la importancia relativa dentro de la industria.

c) Horizonte de tiempo y cálculo de índices

112. Los índices crediticios de una empresa pueden variar, a menudo de manera importante, en el tiempo debido a los ciclos económicos, competitivos, tecnológicos o de inversión, a la etapa de vida de la empresa, y a sus acciones corporativas o estratégicas. Por consiguiente, evaluamos los índices crediticios sobre series de tiempo con una clara inclinación prospectiva. La extensión de las series de tiempo depende del riesgo crediticio relativo de la empresa y de otros factores cualitativos y la ponderación de las series de tiempo varía conforme a eventos transformadores. Un evento transformador es aquel que puede causar un cambio material en el perfil financiero de una empresa, sea que esté provocado por cambios en la base de capital de la empresa, estructura de capital, ingresos, perfil de flujo de efectivo o políticas financieras. Los eventos transformadores pueden incluir fusiones, adquisiciones, desinversiones, cambios en la administración, cambios estructurales en el entorno competitivo o de la industria, y/o desarrollo de productos y programas de capital. Esta sección ofrece lineamientos sobre el marco de tiempo y ponderaciones que aplican los criterios para calcular las razones indicativas.

113. En general, los criterios consideran los índices crediticios de la empresa para uno o dos años anteriores, el pronóstico del año en curso y dos años financieros siguientes de proyecciones. Podría haber situaciones donde los resultados históricos o proyecciones de más tiempo —o incluso de menos tiempo— sean apropiados, dependiendo de factores tales como disponibilidad de información financiera, de eventos transformadores, o de su importancia. Por ejemplo, una empresa de servicios públicos con un programa de gasto de capital de largo plazo podría prestarse para una proyección de más largo plazo, mientras que para una empresa que está pasando por una reducción de liquidez de corto plazo, incluso una proyección de dos años tendrá un valor limitado. Por el contrario, para la mayoría de las empresas de *commodities*, enfatizamos los índices crediticios basados en nuestra opinión prospectiva de las condiciones del mercado, la cual puede diferir considerablemente del periodo histórico.

114. Las pautas históricas en los índices de flujo de efectivo son informativas, en especial para entender la volatilidad anterior, el gasto de capital, el crecimiento, las políticas contables, políticas financieras, y tendencias del negocio. Nuestro análisis inicia con la revisión de estas pautas históricas a fin de evaluar la calidad crediticia esperada futura. Las pautas históricas también pueden ofrecer una indicación sobre la volatilidad futura potencial en los índices, incluyendo la que resulta de la estacionalidad o ciclos. Un historial de volatilidad podría resultar en una evaluación más conservadora de la generación de flujo de efectivo futuro si consideramos que el flujo de efectivo seguirá siendo volátil.

115. Los índices proyectados se basan en un escenario base realista, desarrollado por nuestro equipo analítico, el cual incorpora las condiciones económicas actuales y de corto plazo, los supuestos de la industria y las políticas financieras. La volatilidad prospectiva cíclica y de más largo plazo asociada con la industria en la que opera el emisor se cubre en los criterios de riesgo de la industria (véase la sección B) y la influencia direccional de más largo plazo o riesgo de evento de las políticas financieras se incluye en nuestros criterios de política financiera (véase la sección H).

116. Los criterios en general ponen más énfasis sobre los años proyectados que en los históricos en las series de tiempo de los índices crediticios para calcular el índice crediticio indicativo. Para las empresas que tienen cinco años de índices, como se describe en la sección E.3, generalmente calculamos el índice indicativo mediante la ponderación de los dos años anteriores, el año en curso y dos años proyectados como 10%, 15%, 25%, 25% y 25%, respectivamente.

117. Sin embargo, esta ponderación cambia para dar mayor énfasis a los años actual y proyectado en las siguientes situaciones:

- El emisor cumple con todas las características descritas en el párrafo 113, y son aplicables las proyecciones de más corto o más largo plazo. Las ponderaciones aplicadas generalmente serán muy prospectivas, en particular si una empresa está pasando por un evento transformador y si existe una certidumbre sobre un flujo de efectivo moderado o mejor.
- Se proyecta que el emisor genere flujo de efectivo negativo disponible para el repago de la deuda, lo que consideramos podría deteriorar los indicadores crediticios. La proyección de flujos de efectivo negativo podrían derivarse de actividades operativas así como de gastos de capital, recompras de acciones, dividendos o adquisiciones, ya que proyectamos estos usos de efectivo con base en la trayectoria de la empresa, condiciones de mercado o política financiera. Las ponderaciones aplicadas generalmente serán de 30%, 40% y 30% para el año actual y los dos siguientes, respectivamente.
- El emisor está en una industria que es prospectivamente volátil o que tiene un elevado grado de incertidumbre sobre el flujo de efectivo. Estas industrias son aquellas cuyas evaluaciones de riesgo competitivo y crecimiento son de alto riesgo (5) o de muy alto riesgo (6), o cuyas evaluaciones generales de riesgo de la industria son de alto riesgo (5) o de muy alto riesgo (6). Las ponderaciones aplicadas generalmente serán de 50% para el año actual, y 50% para el primer año siguiente proyectado.

118. Cuando los indicadores indicativos se encuentran en la línea fronteriza (es decir, a una diferencia de menos de 10% desde el umbral en términos relativos) entre dos evaluaciones (como se describe en la sección E.3 y en las tablas 17, 18, y 19), y la proyección apunta a un cambio en el índice entre categorías durante el periodo de tiempo de la calificación, daremos una ponderación mucho mayor a la proyección a fin de capturar prospectivamente la tendencia.

119. Para las empresas que están pasando por un evento transformador, la ponderación de las series de tiempo podría variar significativamente.

120. Para las empresas que están pasando por un evento transformador y que tienen evaluaciones de flujo de efectivo/apalancamiento en niveles significativos o más débiles, damos mayor ponderación a los factores de riesgo de corto plazo. Esto es porque el hincapié excesivo en los temas de más largo plazo (inherentemente menos predecibles) podría generar cierta distorsión al evaluar el nivel de riesgo de una empresa con calificación de grado especulativo. En general analizamos una empresa utilizando la media aritmética de los índices crediticios esperados de acuerdo con nuestras proyecciones para el año actual (o para el año actual proforma) y el año financiero siguiente. Un ejemplo común de esto es cuando una firma de capital privado adquiere a una empresa usando apalancamiento de deuda adicional, con lo que los indicadores financieros históricos dejan de tener importancia. En este escenario, ponderamos o enfocamos la mayor parte de nuestro análisis sobre el año siguiente o los dos años siguientes de indicadores crediticios proyectados.

3. Determinación de la evaluación flujo de efectivo/apalancamiento

a) Identificación de la tabla de parámetros

121. Las tablas 17, 18 y 19 ofrecen rangos de parámetros para diversos índices de flujo de efectivo que asociamos con diferentes evaluaciones de apalancamiento de flujo de efectivo para las industrias de volatilidad estándar, volatilidad media y de baja volatilidad. Las tablas de parámetros para índices difieren para un índice y evaluación determinados de apalancamiento de flujo de efectivo en dos dimensiones: el punto de inicio del rango del índice y la ampliación del rango del índice.

122. Si una industria presenta baja volatilidad, los niveles umbral para los índices aplicables a fin de lograr una evaluación dada de flujo de efectivo/apalancamiento son menos estrictos que los de las tablas de volatilidad media o estándar, aunque el rango de los índices es más estrecho. Por el contrario, si una industria presenta niveles medios o estándar de volatilidad, el umbral para que los índices aplicables alcancen una evaluación dada de flujo de efectivo/apalancamiento es elevado, aunque con un rango más amplio de valores.

123. La tabla de parámetros correspondiente para una empresa se basa en nuestra evaluación de la industria asociada y volatilidad de riesgo país de la empresa, o el CICRA (véase la sección A, Tabla 1). La tabla de baja volatilidad (Tabla 19) generalmente se aplicará cuando el CICRA de una empresa es 1, a menos que se índice de otra manera en el criterio KCF del sector. La tabla de volatilidad media (Tabla 18) se usará bajo ciertas circunstancias para las empresas con un CICRA de 1 o 2. Esas circunstancias se describen en los criterios KCF correspondientes de los sectores. La tabla de volatilidad estándar (Tabla 17) sirve como la tabla de parámetros correspondiente para las empresas que tienen un CICRA de 2 o peor, y lo usaremos siempre para empresas con un CICRA de 1 o 2 cuya posición competitiva se evalúa en 5 o 6. Aunque es poco frecuente, usaremos la tabla de baja volatilidad cuando el CICRA de una empresa es 2 para las compañías que presentan o se espera que presenten bajos niveles de volatilidad. La elección de la tabla de volatilidad para las empresas con un CICRA de 2 se aborda en el artículo de KCF correspondiente del sector.

Tabla 17. Índices del análisis de apalancamiento de flujo de efectivo – Volatilidad estándar

	--Índices fundamentales--		--Índices de cobertura complementarios--		--Índices de amortización complementarios--		
	FFF/deuda (%)	Deuda / EBITDA (x)	FFO / intereses de efectivo (x)	EBITDA / intereses (x)	CFO / deuda (%)	FOCF / deuda (%)	DCF / deuda (%)
Mínimo	60+	Menos de 1.5	Más de 13	Más de 15	Más de 50	40+	25+
Modesto	45-60	1.5-2	9-13	10-15	35-50	25-40	15-25
Intermedio	30-45	2-3	6-9	6-10	25-35	15-25	10-15
Significativo	20-30	3-4	4-6	3-6	15-25	10-15	5-10
Agresivo	12-20	4-5	2-4	2-3	10-15	5-10	2-5
Altamente apalancado	Menos de 12	5+	Menos de 2	Menos de 2	Menos de 10	Menos de 5	Menos de 2

(x) - veces

Tabla 18. Índices del análisis de apalancamiento de flujo de efectivo – Volatilidad media

	--Índices fundamentales--		--Índices de cobertura complementarios--		--Índices de amortización complementarios--		
	FFF/deuda (%)	Deuda / EBITDA (x)	FFO / intereses de efectivo (x)	EBITDA / intereses (x)	CFO / deuda (%)	FOCF / deuda (%)	DCF / deuda (%)
Mínimo	5035+	Menos de 1.75	10.5+	14+	40+	30+	18+
Modesto	35-50	1.75-2.5	7.5-10.5	9-14	27.5-40	17.5-30	11-18
Intermedio	23-35	2.5-3.5	5-7.5	5-9	18.5-27.5	9.5-17.5	6.5-11
Significativo	13-23	3.5-4.5	3-5	2.75-5	10.5-18.5	5-9.5	2.5-6.5
Agresivo	9-13	4.5-5.5	1.75-30	1.75-2.75	7-10.5	0-5	(11)-2.5
Altamente apalancado	Menos de 9	5.5+	1.75 y menos	1.75 y menos	7 y menos	menos que cero	(11) o menos

(x) - veces

Tabla 19. Índices del análisis de apalancamiento de flujo de efectivo – Volatilidad baja

	--Índices fundamentales--		--Índices de cobertura complementarios--		--Índices de amortización complementarios--		
	FFF/deuda (%)	Deuda / EBITDA (x)	FFO / intereses de efectivo (x)	EBITDA / intereses (x)	CFO / deuda (%)	FOCF / deuda (%)	DCF / deuda (%)
Mínimo	35+	Menos de 2	Más de 8	Más de 13	Más de 30	20+	11+
Modesto	23-35	2-3	5-8	7-13	20-30	10-20	7-11
Intermedio	13-23	3-4	3-5	4-7	12-20	4-10	3-7
Importante	9-13	4-5	2-3	2.5-4	8-12	0-4	0-3
Agresivo	6-9	5-6	1.5-2.0	1.5-2.5	5-8	0-(10)	0-(20)
Altamente apalancado	Menos de 6	6+	Menos de 1.5	Menos de 1.5	Menos de 5	(10) o menos	(20) o menos

(x) - veces

b) Adición de las evaluaciones de índices crediticios

124. A fin de determinar la evaluación final de flujo de efectivo / apalancamiento, hacemos los siguientes cálculos:

1) Primero, calculamos una serie de tiempo de índices crediticios fundamentales estándar y complementarios, seleccionamos la tabla de parámetros correspondiente, y determinamos la ponderación de tiempo apropiada de los índices crediticios.

- Calculamos los dos índices crediticios fundamentales estándar y los cinco índices crediticios complementarios estándar durante un horizonte de tiempo de cinco años.
- Consultamos el artículo de KCF de la industria correspondiente (si es aplicable), que podría identificar índices complementarios adicionales. La tabla de parámetros correspondiente para una empresa se basa en nuestra evaluación de la industria asociada de la empresa y de su volatilidad de riesgo país, o CICRA.
- Calculamos la media aritmética ponderada de los índices de flujo de efectivo/apalancamiento. Si la empresa está en medio de un evento transformador, entonces los índices fundamentales y complementarios se calcularán normalmente con base en las proyecciones de Standard & Poor's para el año financiero actual y para el próximo o los próximos dos años.

2) En segundo lugar, usamos los índices fundamentales para determinar la evaluación preliminar de flujo de efectivo.

- Comparamos los índices fundamentales (FFO a deuda y deuda a EBITDA) respecto de los rangos de los índices en la tabla de parámetros correspondiente.
- Si los índices fundamentales dan por resultado diferentes evaluaciones de apalancamiento de flujo de efectivo, seleccionaremos el índice fundamental correspondiente con base en el que ofrezca el mejor indicador sobre el apalancamiento futuro de una empresa.

3) Tercero, revisamos los índices complementarios.

- Determinamos la importancia de los índices estándar o complementarios del KCF con base en las características específicas de la empresa, es decir, apalancamiento, intensidad en el uso de capital, en el uso del capital de trabajo, su tasa de crecimiento o industria.

4) Cuarto, calculamos la evaluación ajustada de apalancamiento del flujo de efectivo.

- Si la evaluación de apalancamiento de flujo de efectivo que indica el índice complementario importante difiere de la evaluación preliminar de apalancamiento de flujo de efectivo, podríamos ajustar la evaluación preliminar en una categoría en la dirección de la evaluación de apalancamiento de flujo de efectivo indicada por el índice complementario para derivar la evaluación ajustada de apalancamiento del flujo de efectivo. Haremos este ajuste si, en nuestra opinión, el índice complementario ofrece el mejor indicador del apalancamiento futuro de una empresa.
- Si hay más de un índice complementario importante y dan por resultado diferentes desviaciones direccionales a partir de la evaluación preliminar de flujo de efectivo, seleccionaremos uno como el índice complementario correspondiente con base en el cual, en nuestra opinión, se ofrece el mejor indicador sobre el apalancamiento futuro de una empresa. Posteriormente, realizaremos el ajuste indicado arriba si el índice complementario seleccionado difiere de la evaluación preliminar de apalancamiento de flujo de efectivo y el índice complementario seleccionado ofrece el mejor indicador general sobre el apalancamiento futuro de una empresa.

5) Finalmente, determinamos la evaluación final de apalancamiento del flujo de efectivo con base en el ajuste de volatilidad.

- Clasificamos las empresas como estables con base en estos criterios de flujo de efectivo si se espera que sus índices de flujo de efectivo/apalancamiento se muevan en una categoría hacia arriba durante periodos de estrés, considerando su perfil de riesgo del negocio. La evaluación final de apalancamiento del flujo de efectivo para estas empresas no modificará respecto de la evaluación ajustada de apalancamiento de flujo de efectivo.
- Clasificamos las empresas como volátiles con base en estos criterios de flujo de efectivo si se espera que sus índices de flujo de efectivo/apalancamiento empeoren en una o dos categorías durante periodos de estrés, considerando su perfil de riesgo del negocio. Generalmente, esto es equivalente a un descenso de 30% en el EBITDA desde su nivel actual. La evaluación final de apalancamiento del flujo de efectivo para estas empresas se modificará a la baja en una categoría respecto de la evaluación ajustada de apalancamiento de flujo de efectivo; el ajuste se eliminará si de acuerdo con lo evaluado, los índices de flujo de efectivo/apalancamiento ya incluyen un nivel de estrés moderado a alto.
- Clasificamos las empresas como altamente volátiles con base en estos criterios de flujo de efectivo si se espera que han tenido índices de flujo de efectivo/apalancamiento que se han movido al menos tres categorías a la baja durante periodos de estrés y que se espera que muestren esta volatilidad prospectivamente durante periodos de estrés, considerando su perfil de riesgo del negocio. La evaluación final de apalancamiento del flujo de efectivo para estas empresas se modificará en dos categorías más débiles que la evaluación ajustada de apalancamiento de flujo de efectivo. Este ajuste de volatilidad podría reducirse o eliminarse si los índices de flujo de efectivo/apalancamiento, ya evaluados, incluyen un nivel de estrés de moderado a elevado.

125. El ajuste de volatilidad es el mecanismo mediante el cual incorporamos una “protección” de una varianza de mediano plazo al actual desempeño financiero que de otra manera no capturamos en la proyección del escenario base de corto plazo ni en la evaluación de riesgo de negocio del largo plazo. Hacemos este ajuste con base en los siguientes elementos:

- La expectativa de cualquier movimiento potencial en el índice de flujo de efectivo/apalancamiento es prospectiva y depende de las condiciones actuales económicas o del negocio.
- Los escenarios de estrés incluyen, pero no están limitados a, un entorno económico de recesión, cambios tecnológicos o competitivos, pérdida o renegociación de grandes contratos o clientes, y movimientos en los productos clave o en los precios de insumos, como se definen típicamente en el perfil de riesgo de la industria de la empresa y en su evaluación de la posición competitiva.
- El ajuste de volatilidad no es estático y es específico de la empresa. En la parte baja de un ciclo económico o durante los periodos de estrés en las condiciones de negocio, que ya se reflejan en el riesgo general de la industria o en el perfil de riesgo competitivo específico, la perspectiva de debilitamiento en los índices es mucho menos que en la cima de un ciclo económico o condiciones del negocio.
- La expectativa de cambios prospectivos en el índice podría conformarse por el desempeño histórico observado durante un ciclo económico, de negocio o de producto por la compañía o por los pares.
- La evaluación de qué clasificación usar cuando se evalúa la cifra prospectiva de los movimientos de categoría de clasificación será guiada por qué tan cerca están los índices actuales del punto de transición (es decir “amortiguador” en la categoría de clasificación actual) y el correspondiente monto de movimiento del EBITDA en cada transición de clasificación.

F. Efecto de diversificación / cartera

126. Bajo estos criterios, el efecto de diversificación/cartera aplica a las empresas que consideramos en general como conglomerado. Son empresas que tienen líneas de operación múltiples, con varias divisiones de negocios centrales (*core*) que pueden operarse como entidades legales independientes. Un conglomerado usualmente tendrá al menos tres líneas de negocio, cada una de las cuales contribuye como fuente importante de ingresos y flujo de efectivo.

127. Los criterios buscan medir cómo el efecto de diversificación o de la cartera podría mejorar el ancla de una empresa con múltiples líneas de negocio. Este enfoque nos ayuda a determinar cómo la fortaleza crediticia de una entidad corporativa con una mezcla determinada de líneas de operación podría mejorar con base en su diversidad. El factor de posición competitiva evalúa los beneficios de diversidad dentro de líneas individuales de negocios. Este factor también evalúa cómo afecta el débil desempeño de los negocios de un conglomerado a su perfil de riesgo de negocio general.

128. El efecto de diversificación / cartera podría modificar el ancla dependiendo de qué tan significativa pensamos que es la diversificación y el grado de correlación que encontramos en la sensibilidad de cada negocio a los ciclos económicos. Esta evaluación tendrá un impacto positivo o neutral sobre las calificaciones. Capturamos cualquier factor potencial que debilite la diversificación de una empresa, incluyendo una débil gerencia, en nuestra evaluación de administración y gobierno corporativo.

129. Definimos un conglomerado como una empresa diversificada que participa en varios sectores de la industria. Generalmente el menor de al menos tres segmentos o líneas diferentes de negocio contribuiría con al menos 10% del EBITDA o del FOCF y el mayor con no más de 50% del EBITDA o FOCE, con el objetivo de largo plazo de incrementar el valor de los accionistas mediante la generación del flujo de efectivo. Los conglomerados industriales normalmente tienen una participación de control en sus negocios centrales, cuentan con tenencias altamente identificables, están muy involucrados en la estrategia y administración de sus empresas operadoras, en general no renuevan o reacomodan sus tenencias de manera frecuente mediante la compra y venta de empresas, y, por consiguiente, tienen una elevada exposición de largo plazo a los riesgos operativos de sus subsidiarias.

130. Al calificar un conglomerado, primero evaluamos el compromiso de la administración para mantener la cartera diversificada durante un horizonte de más largo plazo. Estos criterios aplican solamente si la empresa cae dentro de nuestra definición de conglomerado.

1. Evaluación del efecto diversificación / cartera

131. El efecto de diversificación / cartera de un conglomerado se evalúa como 1, diversificación significativa; 2, diversificación moderada; o 3, neutral. Una evaluación de diversificación moderada o significativa, potencialmente subiría el SACP del emisor. Para alcanzar una evaluación de diversificación significativa, un emisor debe tener negocios diversificados no correlacionados cuyo alcance se encuentre entre los más exhaustivos de todos los conglomerados. Esta evaluación indica que esperamos que la volatilidad de los ingresos del conglomerado sea mucho menor durante un ciclo económico que la de una empresa no diversificada. Para lograr una evaluación de diversificación moderada, normalmente un emisor tiene un rango de negocios diversificados no correlacionados que proporcionan beneficios de diversificación significativos con la expectativa de una menor volatilidad de los ingresos durante un ciclo económico que una compañía no diversificada.

132. Esperamos que un conglomerado también se beneficie de la diversificación si sus activos fundamentales (*core*) producen de manera consistente flujos de efectivo superavitorios durante nuestro horizonte de calificación. Esto respalda nuestra aseveración de que la empresa diversifica para aprovechar la asignación de capital entre sus líneas de negocio. Para este fin, nuestro análisis se enfoca en el historial de un conglomerado de alcanzar de manera exitosa flujos de efectivo discretos superavitorios en líneas de negocio nuevas o en sus líneas de negocio en expansión y hambrientas de capital. Evaluamos como neutral a las empresas que no esperamos que logren estos beneficios.

2. Componentes de correlación y cómo se incorporan en nuestro análisis

133. Determinamos la evaluación para este factor con base en el número de líneas de negocio en cada industria (como se describe en la Tabla 27) y el grado de correlación entre estas líneas de negocio de acuerdo con lo que describimos en la Tabla 20. No hay ajuste al alza sobre la calificación para un emisor con un número pequeño de líneas de operación que están altamente correlacionadas. En contraste, un número mayor de líneas de negocio que no están estrechamente correlacionadas ofrece el máximo ajuste al alza sobre la calificación

Tabla 20. Evaluación del efecto diversificación / cartera

Grado de correlación de las líneas de negocio	--Número de líneas de negocio--		
	3	4	5 o más
Alto	Neutral	Neutral	Neutral
Medio	Neutral	Moderadamente diversificada	Moderadamente diversificada
Bajo	Moderadamente diversificada	Significativamente diversificada	Significativamente diversificada

134. El grado de correlación de las líneas de negocio es elevado si operan dentro de la misma industria, según se define en las designaciones de la industria en el Apéndice B, Tabla 27. El grado de correlación es mediano si operan dentro de diferentes industrias pero en la misma región geográfica (para más lineamientos sobre la definición de las regiones geográficas, véase el Apéndice A, Tabla 26). Un emisor tiene un bajo grado de correlación entre sus líneas de negocio si están a) en diferentes industrias y b) operan en diferentes regiones o en múltiples regiones.

135. Si consideramos que las exposiciones a diversas industrias de un conglomerado no es suficiente para proporcionar una cobertura (*hedge*) parcial frente a la volatilidad de la entidad consolidada porque están altamente correlacionadas durante un ciclo económico, entonces evaluamos como neutral el efecto diversificación / cartera.

G. Estructura de capital

136. Standard & Poor's utiliza sus criterios de estructura de capital para evaluar los riesgos en la estructura de capital de una empresa que pudieran no evidenciarse en nuestro análisis estándar de suficiencia del flujo de efectivo y apalancamiento. Estos riesgos pueden existir como resultado de descalces en la fecha de vencimiento o en las monedas entre las fuentes de financiamiento de una empresa y sus activos o flujos de efectivo. Pueden verse exacerbados por riesgos externos, tales como tasas de interés o tipos de cambio volátiles.

1. Evaluación de la estructura de capital

137. La estructura de capital es una categoría modificadora, que ajusta el ancla inicial de una empresa tras la modificación por el efecto de diversificación/cartera. Evaluamos varios subfactores para determinar la evaluación de la estructura de capital, que posteriormente puede subir o bajar el ancla inicial en uno o más *notches* –o no tener efecto en algunos casos. Evaluamos la estructura de capital como 1, muy positiva; 2, positiva; 3, neutral; 4, negativa; o 5, muy negativa. En la mayoría de los casos, consideramos que la estructura de capital de una empresa se evaluará como neutral. Para evaluar la estructura de capital de una empresa, analizamos cuatro subfactores:

- Riesgo cambiario asociado con la deuda,
- Calendario de vencimientos de deuda (o perfil),
- Riesgo de tasa de interés asociado con la deuda, e
- Inversiones.

138. Cualquiera de estos subfactores puede tener influencia sobre la evaluación de la estructura de capital de una empresa, aunque algunos entrañan un mayor peso que otros, con base en el siguiente enfoque diferenciado:

- Subfactores de riesgo de nivel uno (Tier uno): Riesgo cambiario de la deuda y calendario de vencimientos, y
- Subfactores de riesgo de nivel dos (Tier dos): Riesgo de tasa de interés de la deuda.

139. La evaluación inicial de la estructura de capital se basa en los primeros tres subfactores (véase la Tabla 21). Posteriormente ajustamos la evaluación preliminar con base en nuestra evaluación del cuarto subfactor, las inversiones.

Tabla 21. Evaluación preliminar de la estructura de capital

Evaluación preliminar de la estructura de capital	Evaluaciones de los subfactores
Neutral	Ningún factor de tier uno es negativo.
Negativa	Un factor de tier uno es negativo, y el subfactor de tier dos es neutral.
Muy negativa	Ambos subfactores del tier uno son negativos, o uno de los subfactores es negativo y el subfactor del tier dos también es negativo.

140. En nuestra opinión, los subfactores de Tier uno tienen los mayores riesgos y, por consiguiente, podrían tener un impacto importante en la evaluación de la estructura de capital. Esto se debe a que consideramos que estos factores presentan una mayor probabilidad de afectar los indicadores crediticios y potencialmente provocar riesgo de liquidez y refinanciamiento. El subfactor de tier dos es importante en y por sí mismo, pero normalmente menos significativo que los subfactores de tier uno. En nuestra opinión, en la mayoría de los casos, el subfactor de tier dos aislado tendría una menor probabilidad de generar un riesgo de liquidez e incumplimiento que los subfactores de tier uno.

141. El cuarto subfactor, inversiones, como se define en el párrafo 150, cuantifica el impacto de las inversiones de una empresa sobre su perfil de riesgo financiero general. Aunque las inversiones no están directamente relacionadas con las decisiones de la estructura de capital de una firma, algunas pueden proporcionar cierto grado de protección de activos y potencial flexibilidad financiera si están monetizadas. Es decir, el cuarto subfactor podría modificar la evaluación preliminar de la estructura de capital (véase la Tabla 22). Si el subfactor se evalúa como neutral, entonces la evaluación preliminar de la estructura de capital se sostendrá. Si las inversiones se evalúan como positivas o muy positivas, ajustamos la evaluación preliminar de la estructura de capital al alza para llegar a la evaluación final.

Tabla 22. Evaluación final de la estructura de capital			
	--Evaluación del subfactor inversiones--		
Evaluación preliminar de la estructura de capital	Neutral	Positivo	Muy positivo
Neutral	Neutral	Positivo	Muy positivo
Negativa	Negativo	Neutral	Positivo
Muy negativa	Muy negativo	Negativo	Negativo

2. Análisis de la estructura de capital: Evaluación de los subfactores

a) Subfactor 1: Riesgo cambiario de la deuda

142. El riesgo cambiario se presenta cuando una empresa pide prestado sin contar con cobertura (hedging) en una moneda diferente a la de sus ingresos. Tal posición sin cobertura hace que la compañía sea potencialmente vulnerable a las fluctuaciones en el tipo de cambio entre las dos monedas, en ausencia de factores que mitiguen esta situación. Determinamos la importancia de cualquier descalce mediante la identificación de las situaciones en las que los movimientos cambiarios adversos pudieran debilitar los índices de flujo de efectivo y/o apalancamiento. No incluimos los descalces cambiarios bajo los siguientes escenarios:

- El país donde una empresa genera sus flujos de efectivo tiene su moneda vinculada a la moneda en la cual se financia la empresa, o viceversa (o la moneda de los flujos de efectivo tiene un sólido historial y cuenta con una política gubernamental de estabilidad con la moneda de los empréstitos). Ejemplos de ello son el dólar de Hong Kong que está vinculado al dólar de Estados Unidos, y el renminbi chino que se maneja en una banda estrecha frente al dólar de Estados Unidos (y las reservas internacionales de China están denominadas principalmente en dólares estadounidenses). Y además, esperamos que este escenario continúe durante el futuro previsible;
- Una empresa tiene la habilidad demostrada, mediante regulación o contrato, para trasladar los cambios en los costos del servicio de su deuda a sus clientes; o
- Una empresa tiene una cobertura natural como es el caso si vende su producto en una moneda extranjera y calza su deuda en la misma moneda.

143. Reconocemos que incluso si una entidad genera insuficiente flujo de efectivo en la misma moneda para pagar sus obligaciones de deuda denominadas en moneda extranjera, podría tener un flujo de efectivo sustancial en otra moneda que podría convertir para servir estas obligaciones. Por consiguiente, el monto relativo de deuda denominada en moneda extranjera como proporción de la deuda total es un factor importante en nuestro análisis. Si la deuda denominada en moneda extranjera, excluyendo el principal de la deuda que cuenta con una cobertura total, es de 15% o menos de la deuda total, evaluamos a la empresa como neutral para el riesgo cambiario de deuda. Si la deuda denominada en moneda extranjera, excluyendo el principal de la deuda que cuenta con una cobertura total, es mayor a 15% de la deuda total y el índice de deuda a EBITDA es superior a 3.0 veces (x), evaluaríamos los riesgos cambiarios mediante un mayor análisis.

144. Si la deuda de una entidad, denominada en una moneda particular extranjera, representa más de 15% de la deuda total, y su índice de deuda a EBITDA es mayor a 3.0x, identificamos si el índice de cobertura de intereses de una moneda específica indica un potencial riesgo cambiario. El índice de cobertura divide el flujo de efectivo operativo proyectado en cada moneda entre los pagos de intereses durante los próximos 12 meses para la misma moneda. A menudo es más fácil determinar el desglose geográfico de EBITDA que el flujo de efectivo operativo. Así que en las situaciones donde no tenemos suficiente información sobre el flujo de efectivo podríamos calcular un índice de cobertura de gastos de intereses con EBITDA en las monedas correspondientes. Si no hay información sobre el flujo de efectivo ni sobre el EBITDA, estimamos las exposiciones correspondientes con base en la información disponible.

145. En tales instancias, nuestra evaluación de este subfactor es negativa si consideramos que cualquier índice apropiado de cobertura de intereses cae por debajo de 1.2 x durante los próximos 12 meses.

b) Subfactor 2: Calendario de vencimientos de deuda

146. El calendario de vencimientos de deuda muestra cuando deben pagarse las deudas de la empresa, o refinanciarse si es posible, y ayuda a determinar el riesgo de refinanciamiento de la empresa. Entre más extendido y distribuido se encuentre el calendario de vencimientos de deuda reduce el riesgo de refinanciamiento en comparación con los que están muy comprimidos o con pagos concentrados, dado que el primero le da a una entidad más tiempo para administrar su negocio –o los retrocesos relacionados con el mercado financiero.

147. Al evaluar los perfiles de vencimiento de deuda, medimos el vencimiento promedio ponderado (WAM, por sus siglas en inglés) de la deuda bancaria y de los instrumentos de deuda (incluyendo la deuda híbrida) dentro de una estructura de capital y hacemos supuestos de simplificación de que los vencimientos de deuda posteriores a cinco años, vencen en el año seis. $WAM = (\text{Vencimiento 1/Deuda total}) * \text{plazo 1} + (\text{Vencimiento 2/Deuda total}) * \text{plazo 2} + \dots (\text{Sucesivamente/Deuda total}) * \text{plazo 6}$

148. En la evaluación del riesgo de refinanciamiento consideramos los riesgos adicionales a los capturados en los horizontes de tiempo de 12 y 24 meses considerados en nuestro criterio de liquidez (véase “Metodología: Descriptores de liquidez para emisores corporativos”, 21 de noviembre de 2013). Aunque reconocemos que las empresas con calificaciones de grado de inversión pueden tener perspectivas futuras del negocio con más certidumbre y mayor acceso a capital que las que tienen calificaciones de grado especulativo, de mantenerse todo lo demás igual, consideramos que una empresa con un calendario de vencimientos más reducido tiene un riesgo de refinanciamiento mayor en comparación con una que tiene un calendario más extendido. En todos los casos, evaluamos el perfil de vencimientos de deuda de una empresa junto con su liquidez y su potencial disponibilidad de financiamiento. Por consiguiente, un calendario de vencimientos cercanos por sí mismo no es negativo si consideramos que la empresa puede mantener suficiente liquidez para pagar la deuda que vence en el corto plazo.

149. Nuestra evaluación de este subfactor es negativa si el vencimiento promedio ponderado es de dos años o menos y el monto de estos vencimientos de corto plazo es importante en relación con la liquidez del emisor si con base en nuestra proyectos de escenario base, consideramos que la evaluación de liquidez de la empresa será menos que adecuada o débil durante los próximos dos años debido a estos vencimientos. En algunos casos, podemos evaluar el calendario de vencimientos de deuda como negativo independientemente de si la empresa pasa o no la prueba antes mencionada. Esperamos que tales instancias se presenten rara vez e incluiremos escenarios en los que consideramos que una concentración de vencimientos de deuda dentro de un periodo de cinco años representa un riesgo de refinanciamiento significativo, ya sea por el tamaño de los vencimientos en relación con las fuentes de liquidez de la empresa, por su perfil de apalancamiento, sus tendencias operativas, relaciones con sus acreedores y/o por sus posiciones en el mercado crediticio.

c) Subfactor 3: Riesgo de tasa de interés de la deuda

150. El riesgo de la tasa de interés del subfactor de la deuda analiza la mezcla de deuda a tasa fija y a tasa variable de la empresa. En general, una mayor proporción de la deuda a tasa fija genera una mayor previsibilidad y estabilidad de los gastos financieros y, por consiguiente, de los flujos de efectivo. La excepción serían las empresas cuyos flujos de efectivo operativos están en cierto grado correlacionados con los movimientos de las tasas de interés –por ejemplo, una empresa regulada de servicios públicos cuyos ingresos están indexados a la inflación– dada la correlación típica entre las tasas de interés nominales y la inflación.

151. La mezcla de deuda a tasa fija frente a tasa variable usualmente no es un factor de riesgo importante para las empresas que tienen perfiles financieros intermedios o mejores, rentabilidad sólida y una elevada cobertura de intereses. Además, el entorno de las tasas de interés en cierto punto en el tiempo jugará un rol para determinar el impacto de los movimientos de las tasas de interés. Nuestra evaluación de esta subcategoría será negativa si un cambio ascendente de 25% (por ejemplo de 2.0% a 2.5%) o de 100 puntos base al alza (por ejemplo, de 2% a 3%) en la tasa base de interés de la deuda a tasa variable da como resultado una violación de las restricciones financieras (*covenants*) o del umbral de cobertura de intereses identificado en el criterio de flujo de efectivo/apalancamiento (véase la sección E.3).

152. Muchos acuerdos de créditos para empresas con calificaciones de grado especulativo contienen una cláusula que requiere que un porcentaje de la deuda a tasa variable tenga una cobertura por un periodo de dos a tres años para mitigar este riesgo. Sin embargo, en muchos casos, el crédito vence después de que la cobertura expira, generando una cobertura con descalce. Consideramos solamente los créditos con coberturas que son iguales a la vida del crédito que sea, efectivamente, deuda de tasa fija.

d) Subfactor 4: Inversiones

153. Para fines de estos criterios, las inversiones se refieren a las que se tienen en entidades afiliadas no consolidadas, en otros activos cuyo valor de realización no se refleja actualmente en los flujos de efectivo generados por los mismos (por ejemplo, una propiedad subutilizada), no esperamos ninguna inversión o respaldo adicional para la afiliada y la inversión no se incluye dentro del alcance de consolidación considerado por Standard & Poor's y por lo tanto no está incorporada en el análisis del perfil de riesgo financiero y riesgo del negocio de la empresa. Si las afiliadas están consolidadas, entonces los beneficios y costos financieros de estas inversiones se capturarán en nuestro análisis de flujo de efectivo y apalancamiento. De manera similar, cuando la participación de propiedad de la empresa no es apta para consolidación bajo las reglas contables, podríamos elegir consolidar sobre una base pro rata si consideramos que la estrategia de operación y financiamiento de las afiliadas está influida por la entidad calificada. Si las inversiones de capital son estratégicas y dan una ventaja competitiva a la empresa, o benefician su tamaño, alcance y diversidad, estos factores se capturarán en nuestros criterios de posición competitiva y no se usarán para evaluar el subfactor de

inversiones como positivo. Dentro de los criterios de la estructura de capital, buscamos evaluar las inversiones financieras no estratégicas que podrían brindar cierto grado de protección de activos y flexibilidad financiera en caso de que se moneticen. Estas inversiones deben ser no fundamentales y separables, lo que significa que una potencial desinversión de las mismas, en nuestra opinión, no tiene impacto sobre las operaciones existentes de la empresa.

154. En muchas instancias, los flujos de efectivo generados por una afiliada, o la participación proporcional del resultado neto de la empresa asociada, podrían no reflejar acertadamente el valor del activo. Esto podría ocurrir si la afiliada está en una etapa de elevado crecimiento y actualmente está generando un flujo de efectivo mínimo o pérdidas netas. Esto también podría ocurrir en caso de un activo físico, como una propiedad. Desde el punto de vista de la valuación, reconocemos la naturaleza subjetiva de este análisis y el potencial de que existan brechas de información. Como resultado de ello, en ausencia de una valuación de mercado o de una valuación de mercado de empresas comparables en el caso de participaciones minoritarias en entidades privadas, no le atribuiremos valor a estos activos.

155. Evaluamos este subfactor como positivo o muy positivo si satisface tres características clave. Primero, se puede atribuir un valor estimado a estas inversiones con base en la presencia de un valor de mercado existente para la empresa o empresas comparables en la misma industria. Segundo, hay una fuerte evidencia de que la inversión puede ser monetizada durante un periodo intermedio –en el caso de una inversión de capital, nuestra opinión sobre la posibilidad de comercializar la inversión sería reforzada por la presencia de un valor de mercado existente para la empresa o empresas comparables, y lo mismo pasaría con nuestra opinión sobre la liquidez del mercado. En tercer lugar, la monetización de la inversión, suponiendo que los recursos se usarían para repagar deuda, sería suficientemente importante para mover de manera positiva los índices existentes de flujo de efectivo y apalancamiento en al menos una categoría y nuestra opinión sobre la política financiera de la empresa, específicamente la relacionada con la disciplina financiera, respalda la evaluación de que los recursos potenciales se usarían para pagar deuda. Este subfactor se evalúa como positivo si el repago de deuda derivado de la venta de la inversión tiene el potencial de mejorar los índices de flujo de efectivo y apalancamiento en una categoría. Evaluamos las inversiones como muy positivas si los recursos derivados de la venta de la inversión tienen el potencial de mejorar los índices de flujo de efectivo y apalancamiento en dos o más categorías. Si no se satisfacen las tres características, evaluaremos este subfactor como neutral y se mantendrá la evaluación preliminar de la estructura de capital.

156. No evaluaremos el subfactor de inversiones como positivo o muy positivo cuando el ancla sea de 'b+' o inferior a menos que se cumplan las tres condiciones descritas en el párrafo 155, y:

- Para emisores con una liquidez menos que adecuada o débil, la empresa ha presentado un plan creíble de corto plazo para vender la inversión.
- Para emisores con una liquidez adecuada o mejor, consideramos que la empresa, de ser necesario, podría vender la inversión en un plazo de tiempo relativamente corto.

H. Política financiera

157. La política financiera refina nuestra opinión sobre los riesgos de una empresa más allá de las conclusiones que se derivan de los supuestos estándar en la evaluación de flujo de efectivo / apalancamiento (véase la sección E). Estos supuestos no siempre reflejan o capturan totalmente los riesgos de eventos de corto a mediano plazo o los riesgos de más largo plazo que se derivan de la política financiera de una empresa. En la medida en que los movimientos en uno de estos factores no pueda ser predicha de manera confiable dentro de nuestra evaluación prospectiva, capturamos ese riesgo dentro de nuestra evaluación de la política financiera. La evaluación de flujo de efectivo/apalancamiento normalmente se incorporará en los indicadores operativos y de flujo de efectivo que observamos en los últimos dos años y las tendencias que esperamos ver para los siguientes dos años con base en los supuestos operativos y en los elementos previsibles de la política financiera, tales como el pago de dividendos ordinarios o el gasto recurrente por adquisiciones. Sin embargo, durante ese periodo y en general durante un horizonte de tiempo más largo, las políticas financieras de una empresa pueden cambiar su perfil de riesgo financiero con base en el apetito de la administración, o de ser aplicable, del accionista de control de la empresa (véase el Apéndice E, párrafos 254-257) por un mayor riesgo o, por el contrario, sus planes para reducir el apalancamiento. Evaluamos la política financiera como 1) positiva, 2) neutral, 3) negativa, o como la dictada por un socio financiero (financial sponsor), propietario de la empresa. Además identificamos a las empresas que pertenecen a una entidad financiera de ese tipo como "FS-4", "FS-5", "FS-6", o "FS-6 (menos)" (véase la sección H.2).

1. Evaluación de la política financiera

158. Primero determinamos si una empresa es propiedad de un socio financiero. Dadas las características intrínsecas y la naturaleza agresiva de las estrategias de los socios financieros (es decir tenencias de corto a mediano plazo y el uso de deuda y de instrumentos tipo deuda para maximizar el retorno de los inversionistas), asignamos una evaluación del perfil de riesgo financiero a una firma controlada por un socio financiero que refleja el impacto probable del apalancamiento que originará tales estrategias y no analizamos de manera independiente la disciplina financiera o el marco de la política financiera de la administración.

159. Si una empresa no está controlada por un socio financiero, evaluamos la disciplina financiera y el marco de la política financiera de la administración. La disciplina financiera mide la tolerancia de la administración ante incrementos en el riesgo financiero, o por el contrario, su voluntad para mantener el mismo grado de riesgo financiero o disminuirlo en comparación con sus indicadores recientes de flujo de efectivo/apalancamiento y nuestros índices proyectados para los próximos dos años. El marco de la política financiera de la administración evalúa la exhaustividad, transparencia y sustentabilidad de las políticas financieras de la entidad. No evaluamos estos factores para las empresas controladas por un socio financiero.

160. Las evaluaciones sobre la disciplina financiera pueden tener influencia positiva o negativa sobre la evaluación general de la política financiera, o pueden no tener un efecto neto. Por el contrario, la evaluación del marco de la política financiera no puede influir positivamente la evaluación general de la política financiera. Puede limitar la evaluación general de la política financiera a un nivel no superior a neutral.

161. Las evaluaciones independientes del marco de la política financiera de una empresa y de la disciplina financiera determinan el ajuste de la política financiera.

162. Evaluamos la disciplina financiera como 1, positiva; 2, neutral; o 3, negativa. Determinamos la categoría que le corresponde mediante la evaluación sobre la previsibilidad de los planes de expansión de una entidad y de las estrategias de retorno de sus accionistas. Consideramos, en general, la tolerancia de la administración ante cambios negativos importantes e inesperados en los índices crediticios, o al contrario, sus planes para disminuir rápidamente su apalancamiento y mantener índices crediticios dentro de los límites establecidos.

163. La evaluación del marco de la política financiera de una empresa cae dentro de alguna de las siguientes categorías: 1, brinda apoyo o 2, no brinda apoyo. Determinamos tal categoría mediante la evaluación de que tan exhaustivo es el marco de política financiera de una empresa y si sus objetivos financieros se comunican claramente a un amplio número de sus socios y partes interesadas, así como si están bien definidos, y si son alcanzables y sostenibles.

Tabla 23. Evaluaciones de la política financiera

Evaluación	Qué significa	Lineamiento
Positiva	Indica que esperamos que las decisiones de política financiera de la administración tengan un impacto positivo sobre los índices crediticios en el horizonte de tiempo, más allá de lo que razonablemente podemos considerar en nuestras proyecciones sobre la base de supuestos normalizados de operaciones y flujo de efectivo. Un ejemplo sería cuando un equipo de administración confiable se compromete a vender activos o a tomar capital en el corto a mediano plazo a fin de reducir el apalancamiento. No asignaremos una evaluación positiva a una empresa con un perfil de riesgo financiero de 1.	Si la disciplina financiera es positiva, y el marco de la política financiera brinda apoyo.
Neutral	Indica que, en nuestra opinión, los índices crediticios futuros no diferirán de manera importante durante el horizonte de tiempo más allá de lo que hemos proyectado, con base en nuestra evaluación de la política financiera de la administración, su trayectoria reciente, y los pronósticos operativos para la empresa. En nuestra opinión, una política financiera neutral refleja efectivamente una probabilidad baja de un "evento de riesgo" (por ejemplo, una probabilidad baja de un aumento significativo en el apalancamiento financiero debido a la estrategia de la administración).	Si la disciplina financiera es positiva, y el marco de política financiera no brinda apoyo. O cuando la disciplina financiera es neutral, independientemente de la categoría del marco de política financiera.
Negativa	Indica nuestra opinión sobre un menor grado de previsibilidad en los índices crediticios, más allá de lo que razonablemente podemos incorporar en nuestras proyecciones, como resultado de la disciplina financiera de la administración (o en ausencia de la misma); indica un elevado riesgo (evento de riesgo) de que las decisiones de política financiera de la administración puedan afectar los índices crediticios durante el horizonte de tiempo, en comparación con lo que ya hemos incorporado en nuestras proyecciones con base en supuestos normalizados de operaciones y flujo de efectivo.	Si la disciplina financiera es negativa, independientemente de la evaluación del marco de política financiera.
Socio financiero*	Definimos un socio financiero como una entidad que sigue una estrategia financiera agresiva en el uso de deuda y de instrumentos tipo deuda para maximizar los retornos de los accionistas. Generalmente estos socios venden activos dentro de un periodo de corto a mediano plazo. Por ello, el perfil de riesgo financiero que asignamos a las empresas controladas por un socio financiero normalmente refleja nuestra presunción de cierto deterioro en su calidad crediticia en el mediano plazo. Los socios financieros incluyen firmas privadas de capital, pero no a los fondos de infraestructura o de administración de activos que mantienen horizontes de inversión de más largo plazo.	Definimos a una empresa como propiedad de un socio financiero si dicho socio o un grupo de tres o menos socios financieros tiene una participación de 40% o más de la compañía, y también cuando consideramos que el socio (o socios) ejercen el control de la empresa de manera individual o en conjunto.

*Evaluados como FS-4, FS-5, FS-6, FS-6 (menos).

2. Empresas controladas por un socio financiero

164. Definimos un socio financiero como una entidad que sigue una estrategia financiera agresiva en el uso de deuda y de instrumentos tipo deuda para maximizar los retornos de los accionistas. Generalmente estos socios venden activos dentro de un periodo de corto a mediano plazo. Por ello, el perfil de riesgo financiero que asignamos a las empresas controladas por un socio financiero normalmente refleja nuestra presunción de cierto deterioro en su calidad crediticia en el mediano plazo. Los socios financieros incluyen firmas privadas de capital, pero no a los fondos de infraestructura o de administración de activos que mantienen horizontes de inversión de más largo plazo.

165. Definimos a una empresa como propiedad de un socio financiero si dicho socio o un grupo de tres o menos socios financieros tiene una participación de 40% o más de la compañía, y también cuando consideramos que el socio (o socios) ejercen el control de la empresa de manera individual o en conjunto.

166. Diferenciamos entre socios financieros y otros tipos de accionistas y empresas de control que no tienen accionistas de control con base en nuestra consideración de que la propiedad de corto plazo –como existe en las empresas propiedad de un socio de capital privado– en general incorpora políticas financieras que buscan lograr retornos rápidos para los accionistas normalmente a través de un apalancamiento agresivo de deuda.

167. A menudo los socios financieros establecen políticas para la toma de riesgos, administración financiera y gobierno corporativo en las empresas que controlan. Hay una pauta común de que estos inversionistas extraen efectivo en maneras que incrementan el riesgo financiero de las empresas al utilizar deuda o instrumentos tipo deuda. Debido a ello, el perfil de riesgo financiero que asignamos a las empresas que son controladas por socios financieros ordinariamente refleja nuestra presunción de cierto deterioro en la calidad crediticia o un apalancamiento firmemente elevado en el mediano plazo.

168. Evaluamos la influencia de la propiedad de socios financieros como "FS-4", "FS-5", "FS-6", y "FS-6 (menos)", dependiendo de qué tan agresivo suponemos que será el socio financiero y asignamos un perfil de riesgo financiero acorde con ello (véase la Tabla 24).

169. Generalmente, los emisores que son propiedad de socios financiero recibirán una evaluación de "FS-6" o "FS-6 (menos)", que conduce a una categoría del perfil de riesgo financiero de '6', de acuerdo con nuestros criterios. Una evaluación de "FS-6" indica que, en nuestra opinión, proyectamos índices crediticios en el mediano plazo que probablemente sean consistentes con un perfil de riesgo financiero de '6', con base en nuestra evaluación sobre la política financiera y trayectoria del socio financiero. Una categoría de "FS-6 (menos)" probablemente se aplicará a las empresas que pronosticamos tendrán índices crediticios de corto plazo consistentes con un perfil de riesgo financiero de '6', pero consideramos que el socio financiero es muy agresivo y que el apalancamiento podría aumentar materialmente incluso por arriba de nuestros niveles proyectados.

170. En muy pocos casos, una entidad propiedad de un socio financiero podría recibir una evaluación de "FS-5". Esta evaluación aplicará solamente cuando proyectamos que el apalancamiento de la empresa será consistente con un perfil de riesgo financiero de '5' (agresivo) (véanse las tablas 17, 18 y 19), cuando percibimos que el riesgo de re-apalancamiento es bajo con base en la política financiera de la empresa y con base en nuestra opinión del apetito al riesgo financiero del propietario, y cuando la liquidez es al menos adecuada.

171. En casos todavía más raros, podríamos evaluar la política financiera de una entidad propiedad de un asesor financiero como "FS-4". Esta evaluación aplicará solamente cuando se satisfacen todas las siguientes condiciones: otros accionistas poseen una participación importante (generalmente de al menos 20%), esperamos que el socio ceda el control en el mediano plazo, proyectamos que el apalancamiento es actualmente consistente con un perfil de riesgo financiero de '4' (significativo) (véanse las tablas 17, 18 y 19), la empresa ha dicho que mantendrá un apalancamiento en o por debajo de este nivel, y la liquidez es al menos adecuada.

Tabla 24. Implicaciones del perfil de riesgo financiero para entidades propiedad de socios financieros

Evaluación	Qué significa	Lineamiento
FS-4	Perfil de riesgo financiero establecido en '4'	<p>El emisor debe cumplir con todas las condiciones siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> Otros accionistas deben poseer una participación importante (no menos de 20%); Prevedemos que el socio ceda el control en el mediano plazo; Para los emisores sujetos a lo indicado en la Tabla 17 (volatilidad estándar), el índice de deuda a EBITDA es inferior a 4x, y estimamos que se mantendrá en ese nivel. Para los emisores sujetos a lo indicado en la Tabla 18 (volatilidad media), el índice de deuda a EBITDA es inferior a 4.5x y proyectamos que se mantendrá por debajo de ese nivel. O, para los emisores sujetos a lo indicado en la Tabla 19 (baja volatilidad), el índice de deuda a EBITDA es de menos de 5x y nuestra estimación es que se mantendrá así. La empresa ha indicado una política financiera que estipula un nivel de apalancamiento consistente con un perfil de riesgo financiero 'significativo' o mejor (es decir que el nivel de deuda a EBITDA es de menos de 4x al aplicar las tablas de volatilidad estándar, 4.5x cuando aplicamos las tablas de volatilidad media o de menos de 5x al aplicar las tablas de volatilidad baja; y Evaluamos la liquidez en al menos adecuada, con suficiente margen de maniobra sobre sus restricciones financieras (<i>covenants</i>).
FS-5	Perfil de riesgo financiero establecido en '5'	<ul style="list-style-type: none"> El emisor debe cumplir con todas las condiciones siguientes: Para los emisores sujetos a lo indicado en la tabla de volatilidad estándar, el índice de deuda a EBITDA es inferior a 5x, y estimamos que se mantendrá en ese nivel. Para los emisores sujetos a lo indicado en la tabla de volatilidad media, el índice de deuda a EBITDA es inferior a 5.5x y proyectamos que se mantendrá por debajo de ese nivel. O, para los emisores sujetos a lo indicado en la tabla de baja volatilidad, el índice de deuda a EBITDA es de menos de 6x y nuestra estimación es que se mantendrá así. Consideramos que es bajo el riesgo de re-apalancamiento por arriba de 5x (emisor de volatilidad estándar), 5.5x (emisor de volatilidad media) o 6x (emisor de volatilidad baja); y Evaluamos la liquidez en al menos adecuada, con suficiente margen de maniobra sobre sus restricciones financieras (<i>covenants</i>).
FS-6	Perfil de riesgo financiero establecido en '6'	El índice de deuda a EBITDA de Standard & Poor's es mayor a 5x (cuando aplicamos la tabla de volatilidad estándar), mayor a 5.5x (cuando aplicamos la tabla de volatilidad media) o mayor a 6x (cuando aplicamos la tabla de volatilidad baja). Sin embargo, consideramos que es improbable que el apalancamiento aumente de manera considerable más allá de estos niveles.
FS-6 (menos)	Perfil de riesgo financiero establecido en '6' y ancla reducida en un nivel (a menos que dé por resultado una calificación final inferior a 'B-')	Para determinar el ancla, el perfil de riesgo financiero es de '6' pero consideramos que la trayectoria del socio financiero indica que el apalancamiento podría incrementarse sustancialmente desde niveles ya elevados.

3. Empresas no controladas por un socio financiero

172. Para las empresas que no están controladas por un socio financiero, evaluamos la disciplina financiera y el marco de la política financiera de la administración para determinar su influencia sobre el perfil de riesgo financiero de una entidad más allá de lo que está implícito en los recientes índices crediticios y en nuestras proyecciones de flujo de efectivo y apalancamiento. Esta influencia puede ser positiva, neutral o negativa.

173. No distinguimos entre administración y socio de control que no sea un socio financiero cuando evaluamos estos subfactores, ya que el socio de control generalmente tiene la última palabra sobre la política financiera.

a) Disciplina financiera

174. La evaluación de la disciplina financiera se basa en la tolerancia de la administración al apalancamiento y en la probabilidad de que ocurran eventos de riesgo. Los criterios evalúan el apetito potencial de la administración para incurrir en riesgos financieros más elevados e imprevistos durante un periodo prolongado y el impacto asociado sobre los indicadores crediticios. También evaluamos la capacidad y compromiso de la administración para disminuir rápidamente el apalancamiento de deuda a niveles que sean consistentes con sus objetivos de índices crediticios.

175. Por consiguiente, esta evaluación busca determinar si las acciones imprevistas por parte de la administración para incrementar, mantener o reducir el riesgo financiero probablemente ocurran durante los próximos dos a tres años, con un efecto negativo o positivo, o sin efecto alguno, sobre nuestras proyecciones base para el periodo.

176. Esta evaluación se basa en la tolerancia al apalancamiento de la administración de una empresa, como se refleja en sus planes o historial de adquisiciones, remuneración a sus accionistas y estrategias de crecimiento orgánico (véase el Apéndice E, párrafos 258 a 263).

177. Evaluamos la disciplina financiera como positiva, neutral o negativa, con base en su impacto potencial sobre nuestra evaluación prospectiva respecto al flujo de efectivo/apalancamiento de una empresa como detallamos en la Tabla 25. Por ejemplo, una evaluación neutral para la tolerancia al apalancamiento refleja nuestra expectativa de que es improbable que la política financiera de la administración conduzca a una desviación significativa de los índices crediticios actuales y proyectados. Una evaluación negativa reconoce un grado importante de eventos de riesgo de que aumente el apalancamiento respecto a nuestra proyección base, derivado de la política de adquisiciones de la empresa, de su política de remuneración de accionistas, o de su estrategia de crecimiento orgánico. Una evaluación positiva indica que la empresa probablemente tome acciones para reducir el apalancamiento pero no puede incorporar de manera confiable estas acciones en nuestra evaluación prospectiva base de flujo de efectivo/apalancamiento.

178. Una evaluación positiva indica que la administración está comprometida y tiene la capacidad para reducir el apalancamiento de deuda mediante la implementación rápida de medidas de respaldo crediticio, tales como la venta de activos, la emisión de derechos, o las reducciones a los retornos de los accionistas. Además, el historial de la administración durante los cinco años anteriores muestra que ha tomado acciones para reducir rápidamente los aumentos imprevistos en el apalancamiento de deuda y que no ha habido periodos prolongados en los que los índices crediticios hayan estado más débiles que nuestras expectativas para la calificación. La administración, incluso si es nueva, también tiene un historial de ejecución exitosa. Por el contrario, una evaluación negativa indica que la política financiera de la administración permite incrementos significativos en el apalancamiento en comparación con los niveles actuales y con nuestra proyección prospectiva bajo condiciones operativas/financieras normales o no tiene límites de tiempo observables ni umbrales establecidos. La administración tiene un historial de permitir aumentos significativos y prolongados en el apalancamiento y no hay compromiso o trayectoria de que use medidas para mitigarlo o para regresar rápidamente a tener índices crediticios consistentes con nuestras expectativas.

179. Como evidencia de la tolerancia de la administración al apalancamiento, evaluamos su historial y planes respecto a las adquisiciones, remuneración a sus accionistas y estrategias de crecimiento orgánico (véase el Apéndice E, párrafos 258 a 263). Las adquisiciones podrían aumentar el riesgo de que el apalancamiento sea mayor a nuestra proyección base si consideramos que la estrategia de la administración es oportunista o si su política financiera (de existir) ofrece un margen de maniobra importante para las adquisiciones financiadas con deuda. La remuneración de los accionistas también podría incrementar el riesgo de que el apalancamiento sea mayor que nuestra proyección base si las políticas de remuneración a los accionistas establecidas por la administración no están bien definidas o no tienen límites claros, si la administración tiene tolerancia al hecho de que los retornos para los accionistas excedan los flujos de efectivo operativo o si tiene un historial de sostener retornos en efectivo a pesar del debilitamiento del desempeño operativo o de los índices crediticios. Las estrategias de crecimiento orgánico también pueden resultar en un apalancamiento mayor a nuestro pronóstico base si estos planes no tienen un enfoque claro sobre la filosofía de inversión, si el gasto de capital es sumamente impredecible o si hay un historial de exceso de gasto o de cambios rápidos inesperados en los planes para nuevos mercados o productos.

180. También consideramos el historial y nivel de compromiso de la administración para apegarse a sus políticas financieras establecidas, en la medida en que la tenga. La evidencia histórica y cualquier desviación de las políticas establecidas son elementos clave en el análisis de la tolerancia de la empresa al apalancamiento. Cuando ocurra una desviación importante e inesperada en el apalancamiento (por ejemplo, detrás de la debilidad operativa o de adquisiciones), también revisamos el plan de la administración para restaurar los índices crediticios a niveles que sean consistentes con las expectativas previas mediante medidas no orgánicas rápidas y proactivas. El historial de la administración para ejecutar planes de desapalancamiento, su nivel de compromiso y el alcance del marco del tiempo de sus medidas para mitigar deuda, serán diferenciadores clave en la evaluación de la disciplina de la política financiera de una empresa.

Tabla 25. Evaluación de la disciplina financiera

Descriptor	Lo que significa	Lineamiento
Positiva	La administración probablemente tomará acciones para un apalancamiento menor a nuestra proyección base, pero no se puede incluir esto con fiabilidad en nuestros supuestos base. El riesgo de eventos es bajo.	<p>La administración está comprometida y tiene capacidad para reducir el apalancamiento de deuda e incrementar el margen de maniobra financiero mediante la implementación rápida de medidas de respaldo crediticio, en línea con su política financiera declarada, de existir. Esto se relaciona principalmente con una política cuidadosa y moderada de la administración respecto a las adquisiciones y a la remuneración de los accionistas así como respecto a su estrategia de crecimiento orgánico.</p> <p>Las evaluaciones anteriores están apoyadas por evidencia histórica durante los últimos cinco años, que no muestran ningún debilitamiento prolongado en los índices crediticios de la empresa, o en relación con nuestros supuestos de indicadores crediticios base. La administración, incluso si es nueva, tiene un historial de ejecución exitosa.</p>
Neutral	No se espera que el apalancamiento se desvíe significativamente de nuestro escenario base. El riesgo de eventos es moderado.	La disciplina financiera de la administración respecto a las adquisiciones, remuneración de los accionistas así como respecto a su estrategia de crecimiento orgánico no dan por resultado un apalancamiento significativamente diferente de acuerdo con lo que se indica en su marco de política financiera declarado.
Negativa	El apalancamiento podría tornarse significativamente mayor que el de nuestro escenario base. El riesgo de eventos es alto.	<p>El marco de la política financiera de la administración no descarta explícitamente un incremento significativo en el apalancamiento en comparación con nuestros supuestos base, lo que posiblemente refleja un mayor riesgo de eventos con respecto a sus políticas de fusiones y adquisiciones y a la remuneración de los accionistas así como respecto a su estrategia de crecimiento orgánico.</p> <p>Los puntos anteriores se apoyan en evidencia histórica durante los últimos cinco años, que muestran que se permiten aumentos importantes y prolongados en el apalancamiento, los cuales no son mitigados por medidas de respaldo crediticio por parte de la administración.</p>

b. Marco de la política financiera

181. El marco de la política financiera de una empresa evalúa la exhaustividad, transparencia y sustentabilidad de las políticas financieras de la entidad (véase Apéndice E, párrafos 264-268). Esto ayudará a determinar si hay un grado satisfactorio de visibilidad en el perfil de riesgo financiero futuro del emisor. Es más probable que las empresas que han desarrollado y sostenido un conjunto exhaustivo de políticas financieras establezcan una calidad crediticia sostenible, de largo plazo que las que no lo han hecho.

182. Evaluaremos el marco de la política financiera de una empresa como que brinda apoyo o que no brinda apoyo con base en la evidencia que respalda las características listadas a continuación. Para que una entidad reciba una evaluación de que su marco de política financiera le brinda apoyo, debe contar con evidencia suficiente de que las políticas financieras de la administración sustentan tal evaluación.

183. Una compañía con una evaluación de que su marco de política financiera le brinda apoyo generalmente presentará las siguientes características:

- La administración tiene un conjunto exhaustivo de políticas financieras que cubren áreas clave de riesgo financiero, incluyendo manejo del apalancamiento de deuda y de los pasivos. Los objetivos financieros están bien definidos y son cuantificables.
- Las políticas financieras de la administración están claramente articuladas en foros públicos (tales como en la información por ser una empresa listadas en un mercado de valores y en presentaciones a inversionistas) o se dan a conocer a un número limitado de partes clave interesadas tales como sus principales acreedores o a las agencias calificadoras. El cumplimiento de estas políticas por parte de la compañía es satisfactorio.
- Se considera que las políticas financieras articuladas de la administración son alcanzables y sostenibles. Esta evaluación considera la adhesión histórica de la empresa a las políticas articuladas, el perfil de riesgo financiero existente, la capacidad para sostener la estructura de capital por medios no orgánicos, las demandas de las partes clave interesadas y la estabilidad de los parámetros de la política financiera en el tiempo.

184. Una empresa recibe una evaluación de que su marco de política financiera no le brinda apoyo si no cumple con todas las condiciones para una evaluación de que brinda apoyo. Esperamos que las evaluaciones de marcos de política financiera que no brindan apoyo sean escasas.

I. Liquidez

185. Nuestra evaluación de liquidez se enfoca en los flujos monetarios –fuentes y usos de efectivo— que son indicadores clave de la protección de liquidez de una empresa. El análisis evalúa la posibilidad de que una empresa viole las pruebas de restricciones financieras (*covenants*) tras descensos en su EBITDA, así como su capacidad para absorber eventos de baja probabilidad y alto impacto, la naturaleza de las relaciones bancarias de la empresa, su posición en los mercados crediticios, y que tan prudente (o no) consideramos que es su administración del riesgo financiero (véase “Metodología y supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos”, publicado el 21 de noviembre de 2013).

J. Administración y Gobierno corporativo

186. El análisis de la administración y el gobierno corporativo evalúan cómo la competencia estratégica, efectividad operativa, manejo de riesgos y prácticas de gobierno corporativo de la administración de una empresa conforman la competitividad del emisor en el mercado, la fortaleza de su administración del riesgo financiero, y la solidez de su gobierno corporativo. Una administración más sólida de los riesgos estratégicos y operativos importantes puede beneficiar la calidad crediticia de una empresa (véase “Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas y aseguradoras”, publicado el 13 de noviembre de 2012 y la versión en español el 20 de agosto de 2013).

K. Análisis comparativo de calificaciones

187. El análisis comparativo de calificaciones es nuestro último paso para determinar el SACP de una empresa. Este análisis puede llevarnos a subir o bajar el nivel de nuestra ancla, tras ajustarlo con base en los modificadores, para una empresa en un nivel (*notch*) considerando nuestra evaluación general de sus características crediticias de todos los subfactores considerados para arribar al SACP. Esto incluye una revisión integral del perfil de riesgo crediticio individual de una empresa, en la que evaluamos las características crediticias en conjunto de un emisor. Una evaluación positiva nos lleva a un ajuste al alza de un nivel, una evaluación negativa nos lleva a un ajuste a la baja en un nivel, y una evaluación neutral indica que no hay cambio sobre el ancla.

188. La aplicación del análisis comparativo de calificaciones refleja la necesidad de “refinar” los resultados de las calificaciones, incluso después de usar cada uno de los otros modificadores. Por consiguiente, es probable que una evaluación, positiva o negativa, sea más común que excepcional.

189. Consideramos nuestras evaluaciones de cada uno de los subfactores subyacentes como puntos dentro de un rango posible. En consecuencia, cada una de estas evaluaciones que a final de cuentas generan el SACP, puede estar en la parte superior o inferior, o en el punto medio, de tal rango:

- Una empresa recibe una evaluación positiva si consideramos, en conjunto, que su clasificación relativa en todos los subfactores normalmente está en la parte superior del rango;
- Una empresa recibe una evaluación negativa si consideramos, en conjunto, que su clasificación relativa en todos los subfactores normalmente está en la parte inferior del rango; o
- Una empresa recibe una evaluación neutral si consideramos, en conjunto, que su clasificación relativa en todos los subfactores normalmente está en línea con el punto medio del rango.

190. La aplicación más directa del análisis comparativo de calificaciones se presenta en las siguientes circunstancias:

- Evaluación del riesgo del negocio. Si esperamos que una empresa sostenga una posición en la parte superior o inferior de los rangos para la evaluación de la categoría del riesgo de negocio, podría recibir una evaluación positiva o negativa, respectivamente.
- Evaluación del riesgo financiero e indicadores financieros. Si los indicadores actuales y proyectados de una empresa están apenas por arriba (o por debajo) del rango del perfil de riesgo financiero, como se indicó en la evaluación de flujo de efectivo/apalancamiento, podríamos asignar una evaluación positiva o negativa.

191. También consideramos factores adicionales que no se han cubierto, o factores existentes que no están totalmente capturados, para arribar al SACP.

Tales factores generalmente reflejarán características crediticias observadas menos frecuentemente, quizás únicas, o podrían reflejar atributos de riesgo de imprevisibilidad o incertidumbre, tanto positivos como negativos.

192. Algunos ejemplos que normalmente esperamos podrían llevarnos a una evaluación positiva o negativa utilizando el análisis comparativo de calificaciones incluyen los siguientes:

- Historial operativo corto. Para las empresas de reciente formación o para las compañías que han pasado por eventos transformadores, como una adquisición importante, la falta de un historial establecido de desempeño operativo y financiero podría llevar a una evaluación negativa en tanto dicha trayectoria no se establezca.
- Entidades en transición. Una compañía que está en medio de cambios que prevemos fortalecerán o debilitarán su calidad crediticia y que no están totalmente capturados en alguna otra parte de los criterios, podría recibir una evaluación positiva o negativa. Tal transición podría ocurrir después de desinversiones o adquisiciones importantes, o durante una transformación significativa de su estrategia, negocio o estructura financiera.
- Tendencias macroeconómicas o de la industria. Cuando las tendencias macroeconómicas o de la industria indican un fortalecimiento o debilitamiento de la condición financiera de la empresa que aún no está totalmente capturado en alguna otra parte en los criterios, la empresa podría recibir una evaluación positiva o negativa, respectivamente.
- Estructuras inusuales de fondeo. Una empresa con recursos financieros excepcionales que los criterios no capturan en el análisis tradicional de índices o liquidez, o en el análisis de la estructura de capital, podría recibir una evaluación positiva.
- Exposiciones de riesgo contingente. Qué tan bien o no una empresa identifica, maneja y reserva las exposiciones a riesgos contingentes que se derivan de la exigencia de garantías, de la violación de cláusulas activadas en contratos de derivados o de demandas legales sustanciales perdidas, podría llevar a una evaluación negativa.

CRITERIOS QUE SE REEMPLAZAN PARA LOS EMISORES DENTRO DEL ALCANCE DE ESTOS CRITERIOS

- *Companies Owned By Financial Sponsors: Rating Methodology*, 21 de marzo de 2013
- *Methodology: Business Risk/Financial Risk Matrix Expanded*, 18 de septiembre de 2012
- *How Stock Prices Can Affect An Issuer's Credit Rating*, 26 de septiembre de 2008
- *2008 Corporate Criteria: Analytical Methodology*, 15 de abril de 2008
- *Credit FAQ: Knowing The Investors In A Company's Debt And Equity*, 4 de abril de 2006
- Criterios – Calificaciones Corporativas (México), 18 de junio de 2012.

CRITERIOS RELACIONADOS

- Metodología: Riesgo de la industria, 21 de noviembre de 2013.
- Criterios para calificar empresas: Índices y ajustes, 21 de noviembre de 2013.
- Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país, 21 de noviembre de 2013.
- *Methodology And Assumptions: Ratings Above The Sovereign--Corporate And Government Ratings*, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología y supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos, 21 de noviembre de 2013.
- Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas y aseguradoras, publicación en inglés 13 de noviembre de 2012, versión en español adaptada 20 de agosto de 2013.
- *Criteria For Assigning 'CCC+', 'CCC-', And 'CC' Ratings*, 1 de octubre de 2012.
- Principios de las Calificaciones Crediticias, 16 de febrero de 2011 (versión en español 4 de abril de 2011).
- *Stand-Alone Credit Profiles: One Component Of A Rating*, 1 de octubre de 2010.
- *Criteria Guidelines For Recovery Ratings On Global Industrial Issuers' Speculative-Grade Debt*, 10 de agosto de 2009
- *2008 Corporate Criteria: Rating Each Issue*, 15 de abril de 2008

APÉNDICES

A. Riesgo país

Tabla 26. Riesgo país – Evaluaciones regionales de riesgo

Región
Europa Occidental
Sur de Europa
Europa Occidental + Sur de Europa
Europa Oriental
Europa Central
Europa Oriental y Asia Central
Medio Oriente
África
Norteamérica
Centroamérica
América Latina
Caribe
Asia-Pacífico
Asia Central
Asia Oriental
Australia NZ

País	Región	Ponderación PIB (%)
Sudáfrica	África	30.2%
Egipto	África	28.0%
Nigeria	África	23.5%
Marruecos	África	8.9%
Túnez	África	5.4%
Senegal	África	1.4%
Mozambique	África	1.4%
Zambia	África	1.2%
Indonesia	Asia-Pacífico	27.1%
Taiwán	Asia-Pacífico	20.1%

País	Región	Ponderación PIB (%)
Tailandia	Asia-Pacífico	14.4%
Malasia	Asia-Pacífico	11.0%
Filipinas	Asia-Pacífico	9.5%
Vietnam	Asia-Pacífico	7.1%
Bangladesh	Asia-Pacífico	6.8%
Sri Lanka	Asia-Pacífico	2.8%
Laos	Asia-Pacífico	0.4%
Papua Nueva Guinea	Asia-Pacífico	0.4%
Mongolia	Asia-Pacífico	0.3%
Australia	Australia NZ	88.2%
Nueva Zelanda	Australia NZ	11.8%
Guatemala	Centroamérica	40.5%
Costa Rica	Centroamérica	30.2%
Panamá	Centroamérica	29.3%
India	Asia Central	86.5%
Pakistán	Asia Central	9.3%
Kazajistán	Asia Central	4.2%
Polonia	Europa Central	46.3%
República Checa	Europa Central	16.6%
Hungría	Europa Central	11.3%
Eslovaquia	Europa Central	7.7%
Bulgaria	Europa Central	6.0%
Croacia	Europa Central	4.6%
Lituania	Europa Central	3.8%
Latvia	Europa Central	2.1%
Estonia	Europa Central	1.6%
China	Asia Oriental	64.5%
Japón	Asia Oriental	23.6%
Corea	Asia Oriental	8.4%
Hong Kong	Asia Oriental	1.9%
Singapur	Asia Oriental	1.7%
Grecia	Europa Oriental	77.5%
Eslovenia	Europa Oriental	16.0%
Chipre	Europa Oriental	6.5%
Rusia	Europa Oriental and Central Asia	80.4%
Ucrania	Europa Oriental y Asia Central	10.8%
Bielorrusia	Europa Oriental y Asia Central	4.8%
Azerbaijón	Europa Oriental y Asia Central	3.2%
Georgia	Europa Oriental y Asia Central	0.9%
Brasil	América Latina	35.3%
México	América Latina	26.3%
Argentina	América Latina	11.1%
Colombia	América Latina	7.5%
Venezuela	América Latina	6.0%
Perú	América Latina	4.9%
Chile	América Latina	4.8%
Ecuador	América Latina	2.0%
Uruguay	América Latina	0.8%
El Salvador	América Latina	0.7%
Paraguay	América Latina	0.6%
Belice	América Latina	0.0%

País	Región	Ponderación PIB (%)
Turquía	Medio Oriente	42.8%
Arabia Saudita	Medio Oriente	28.2%
Israel	Medio Oriente	9.4%
Qatar	Medio Oriente	7.2%
Kuwait	Medio Oriente	6.3%
Oman	Medio Oriente	3.4%
Jordania	Medio Oriente	1.5%
Bahrein	Medio Oriente	1.2%
Estados Unidos	Norteamérica	91.5%
Canadá	Norteamérica	8.5%
Italia	Sur de Europa	52.6%
España	Sur de Europa	40.4%
Portugal	Sur de Europa	7.0%
República Dominicana	Caribe	75.4%
Jamaica	Caribe	19.2%
Barbados	Caribe	5.4%
Alemania	Europa Occidental	28.7%
Reino Unido	Europa Occidental	21.3%
Francia	Europa Occidental	20.7%
Holanda	Europa Occidental	6.5%
Bélgica	Europa Occidental	3.9%
Suecia	Europa Occidental	3.6%
Suiza	Europa Occidental	3.3%
Austria	Europa Occidental	3.3%
Noruega	Europa Occidental	2.6%
Dinamarca	Europa Occidental	1.9%
Finlandia	Europa Occidental	1.8%
Irlanda	Europa Occidental	1.8%
Luxemburgo	Europa Occidental	0.4%
Islandia	Europa Occidental	0.1%
Malta	Europa Occidental	0.1%

B. Posición competitiva

Tabla 27. Lista de Industrias, subsectores de la industria y Perfiles de Grupo de la Posición Competitiva estándar

Industria	Subsector	Perfil de Grupo de Posición Competitiva
Transporte - Cíclica	Aerolíneas	Enfoque en capital o activos
	Marina	Enfoque en capital o activos
	Camiones	Enfoque en capital o activos
Productores de equipo original para automóviles	Productores de automóviles & camiones	Enfoque en capital o activos
Metales & Minería - Primaria	Aluminio	Enfoque en productos básicos / Determinado por el costo
	Acero	Enfoque en productos básicos / Determinado por el costo
Metales & Minería – Industria Secundaria	Carbón & Combustibles consumibles	Enfoque en productos básicos / Determinado por el costo
	Metales & Minería diversificados	Enfoque en productos básicos / Determinado por el costo
	Oro	Enfoque en productos básicos / Determinado por el costo
	Metales preciosos & Minerales	Enfoque en productos básicos / Determinado por el costo
Desarrolladores de vivienda/Desarrolladores	Construcción de vivienda	Enfoque en capital o activos
Petróleo & Gas – Refinación & Comercialización	Petróleo & Gas – Refinación & Comercialización	Enfoque en productos básicos / Determinado por el tamaño
Productos forestales y papel	Productos forestales	Enfoque en productos básicos / Determinado por el costo
	Productos de papel	Enfoque en productos básicos / Determinado por el costo
Materiales para la construcción	Materiales para la construcción	Enfoque en capital o activos

Tabla 27. Lista de Industrias, subsectores de la industria y Perfiles de Grupo de la Posición Competitiva estándar. Continuación...

Industria	Subsector	Perfil de Grupo de Posición Competitiva	
Petróleo y Gas – Exploración & Producción + Integrada	Petróleo & Gas integrado	Enfoque en productos básicos / Determinado por el tamaño	
	Petróleo & Gas – Exploración & Producción	Enfoque en productos básicos / Determinado por el tamaño	
Agronegocios & Alimentos básicos	Productos agrícolas	Enfoque en productos básicos / Determinado por el tamaño	
Fideicomisos de inversión en bienes raíces (FIBRAs)	FIBRAs diversificados	Enfoque en capital o activos	
	FIBRAs de cuidado de la salud	Enfoque en capital o activos	
	FIBRAs industriales	Enfoque en capital o activos	
	FIBRAs de oficinas	Enfoque en capital o activos	
	FIBRAs residenciales	Enfoque en capital o activos	
	FIBRAs comerciales	Enfoque en capital o activos	
	FIBRAs especializados	Enfoque en capital o activos	
	FIBRAs de auto almacenaje	Enfoque en capital o activos	
	FIBRAs de arrendamiento neto	Enfoque en capital o activos	
	Operadoras de bienes raíces	Enfoque en capital o activos	
Entretenimiento & deportes	Casinos & Apuestas	Enfoque en servicios y productos	
	Hoteles, Desarrollos vacacionales y líneas de cruceros	Enfoque en servicios y productos	
	Instalaciones para entretenimiento	Enfoque en servicios y productos	
Química básica	Química básica	Enfoque en productos básicos / Determinado por el costo	
	Química diversificada	Enfoque en productos básicos / Determinado por el costo	
	Fertilizantes & químicos agrícolas	Enfoque en productos básicos / Determinado por el costo	
Proveedores de autopartes	Autopartes & equipo	Enfoque en capital o activos	
	Llantas & caucho	Enfoque en capital o activos	
	Proveedores relacionados con vehículos	Enfoque en capital o activos	
Aeroespacio & defensa	Aeroespacio & defensa	Enfoque en servicios y productos	
Tecnología - Hardware & semiconductores	Equipo de comunicación	Enfoque en capital o activos	
	Hardware para computadoras	Enfoque en capital o activos	
	Almacenamiento & periféricos para computadoras	Enfoque en capital o activos	
	Aparatos electrónicos	Enfoque en capital o activos	
	Equipo e instrumentos electrónicos	Enfoque en capital o activos	
	Componentes electrónicos	Enfoque en capital o activos	
	Servicios de manufactura electrónica	Enfoque en capital o activos	
	Distribuidores de tecnología	Enfoque en capital o activos	
	Electrónicos para oficina	Enfoque en capital o activos	
	Semiconductores	Enfoque en capital o activos	
	Equipo de semiconductores	Enfoque en capital o activos	
	Químicos de especialidad	Gases industriales	Enfoque en capital o activos
		Químicos de especialidad	Enfoque en capital o activos
Bienes de capital	Componentes & equipo eléctrico	Enfoque en capital o activos	
	Equipo & maquinaria pesada	Enfoque en capital o activos	
	Componentes & consumibles industriales	Enfoque en capital o activos	
	Renta de equipo para construcción	Enfoque en capital o activos	
	Distribuidores industriales	Enfoque en servicios y productos	
Ingeniería & Construcción	Construcción & Ingeniería	Enfoque en servicios y productos	
Ferrovías/Paquetería exprés	Ferrocarriles	Enfoque en capital o activos	
	Paquetería exprés	Enfoque en servicios y productos	
	Logística	Enfoque en servicios y productos	
Servicios para negocios & consumidores	Servicios para consumidores	Enfoque en servicios y productos	
	Distribuidores	Enfoque en servicios y productos	

Tabla 27. Lista de Industrias, subsectores de la industria y Perfiles de Grupo de la Posición Competitiva estándar. Continuación...

Industria	Subsector	Perfil de Grupo de Posición Competitiva
	Servicios de instalaciones	Enfoque en servicios y productos
	Servicios de apoyo general	Enfoque en servicios y productos
	Servicios profesionales	Enfoque en servicios y productos
Servicios para la industria de energía	Petróleo & gas – Almacenamiento & transporte	Enfoque en productos básicos / Determinado por el tamaño
Tecnología - Software & servicios	Software para internet & servicios	Enfoque en servicios y productos
	Consultoría de IT & otros servicios	Enfoque en servicios y productos
	Procesamiento de datos & servicios subcontratados	Enfoque en servicios y productos
	Software para aplicaciones	Enfoque en servicios y productos
	Software de sistemas	Enfoque en servicios y productos
	Software para consumidores	Enfoque en servicios y productos
Bienes de consumo duradero	Muebles para el hogar	Enfoque en servicios y productos
	Electrodomésticos	Enfoque en servicios y productos
	Industria doméstica & especialidades	Enfoque en servicios y productos
	Productos de entretenimiento	Enfoque en servicios y productos
	Productos fotográficos	Enfoque en servicios y productos
	Enseres menores	Enfoque en servicios y productos
Contenedores & paquetería	Contenedores de metal & vidrio	Enfoque en capital o activos
	Paquetería de papel	Enfoque en capital o activos
Medios & Entretenimiento	Agencias de publicidad & empresas de servicios de mercadotecnia	Enfoque en servicios y productos
	Plataformas de contenidos en internet respaldadas por publicidad	Enfoque en servicios y productos
	Redes de transmisión por TV	Enfoque en servicios y productos
	Redes de TV por cable	Enfoque en servicios y productos
	Revistas comerciales & de consumo	Enfoque en servicios y productos
	Datos / Publicación profesional	Enfoque en servicios y productos
	Directorios	Enfoque en servicios y productos
	E-Commerce (servicios)	Enfoque en servicios y productos
	Publicaciones educativas	Enfoque en servicios y productos
	Producción de filmaciones & programación de TV	Enfoque en capital o activos
	Medios & entretenimiento – varios	Enfoque en servicios y productos
	Exhibidores de películas	Enfoque en servicios y productos
	Productores de música	Enfoque en servicios y productos
	Servicios de grabación musical	Enfoque en servicios y productos
	Periódicos	Enfoque en servicios y productos
	Publicidad externa	Enfoque en servicios y productos
	Impresión	Enfoque en productos básicos / Determinado por el tamaño
	Transmisores de radio	Enfoque en servicios y productos
	Ferias comerciales	Enfoque en servicios y productos
	Estaciones de TV	Enfoque en servicios y productos
Exploración de petróleo & gas, equipo & servicios	Contratos de perforación en tierra	Enfoque en productos básicos / Determinado por el tamaño
	Contratos de perforación off-shore	Enfoque en capital o activos
	Equipo & servicios para petróleo y gas (servicios e campos petroleros)	Enfoque en productos básicos / Determinado por el tamaño
Comercio & restaurantes	Catálogos comerciales	Enfoque en servicios y productos
	Comercio por internet	Enfoque en servicios y productos
	Tiendas departamentales	Enfoque en servicios y productos
	Tiendas de mercancías generales	Enfoque en servicios y productos

Tabla 27. Lista de Industrias, subsectores de la industria y Perfiles de Grupo de la Posición Competitiva estándar. Continuación...

Industria	Subsector	Perfil de Grupo de Posición Competitiva	
	Comercio de prendas de vestir	Enfoque en servicios y productos	
	Comercio de computación & electrónicos	Enfoque en servicios y productos	
	Comercio de mejoras en hogares	Enfoque en servicios y productos	
	Tiendas de conveniencia	Enfoque en servicios y productos	
	Menudeo de automóviles	Enfoque en servicios y productos	
	Menudeo de muebles	Enfoque en servicios y productos	
Servicios para el cuidado de la salud	Servicios para el cuidado de la salud	Enfoque en productos básicos / Determinado por el tamaño	
Infraestructura de transporte	Servicios de aeropuertos	Industria nacional y servicios públicos	
	Autopistas	Industria nacional y servicios públicos	
	Ferrovías	Industria nacional y servicios públicos	
	Puertos & servicios marítimos	Industria nacional y servicios públicos	
Servicios ambientales	Servicios ambientales & instalaciones	Enfoque en servicios y productos	
Servicios públicos	Electricidad	Industria nacional y servicios públicos	
	Gas	Industria nacional y servicios públicos	
	Multiservicios	Industria nacional y servicios públicos	
	Agua	Industria nacional y servicios públicos	
Industria no regulada de energía & gas	Productores independientes de energía & Comercializadores de energía	Enfoque en capital o activos	
	Comercializador de energía	Enfoque en capital o activos	
Farmacéutica	Farmacéutica de marca	Enfoque en servicios y productos	
	Genéricos	Enfoque en productos básicos / Determinado por el tamaño	
Equipo para el cuidado de la salud	Equipo de alta tecnología para el cuidado de la salud	Enfoque en producto / determinado por el tamaño	
	Equipo de baja tecnología para el cuidado de la salud	Enfoque en productos básicos / Determinado por el tamaño	
Productos de marca no duraderos	Cervecerías	Enfoque en servicios y productos	
	Destilerías & vinicultores	Enfoque en servicios y productos	
	Gaseosas, refrescos	Enfoque en servicios y productos	
	Alimentos & carne empacada	Enfoque en servicios y productos	
	Tabaco	Enfoque en servicios y productos	
	Productos para el hogar	Enfoque en servicios y productos	
	Prendas de vestir, zapatos, accesorios & bienes de lujo	Enfoque en servicios y productos	
	Productos personales	Enfoque en servicios y productos	
	Telecomunicaciones & cable	Cable & satélite	Enfoque en servicios y productos
		Operadores alternos	Enfoque en servicios y productos
Servicios integrados de telecomunicaciones		Enfoque en servicios y productos	
Torres inalámbricas		Enfoque en capital o activos	
Operadores de centros de datos		Enfoque en capital o activos	
Operadores de fibra óptica		Enfoque en capital o activos	
Servicios de telecomunicación inalámbrica		Enfoque en servicios y productos	

*Vea "Factores crediticios clave para la industria inmobiliaria, publicado el 21 de noviembre de 2013.

**Para FIBRAs especializados, no hay PGPC, ya que este variará de acuerdo con la exposición a la industria subyacente (por ejemplo, FIBRAs de productos forestales y papel.)

1. Análisis de los subfactores de ventaja competitiva

193. La ventaja competitiva es el primer componente de nuestro análisis de posición competitiva. Las empresas que tienen una ventaja competitiva sostenible pueden capitalizar los factores clave de la industria o mitigar los riesgos asociados de manera más efectiva. Cuando una empresa opera en más de una línea de negocio, analizamos cada segmento de manera independiente para conformar una opinión general sobre su ventaja competitiva. Al evaluar la ventaja competitiva, revisamos los siguientes subfactores:

- Estrategia;
- Diferenciación/originalidad/posicionamiento del producto/empaquetamiento;
- Reputación de la marca y mercadotecnia;
- Calidad del producto y/o servicio
- Barreras de entrada, costos de cambio para los clientes
- Ventajas y capacidades tecnológicas, desplazamiento tecnológico; y
- Perfil del activo.

a) *Estrategia*

194. La estrategia de operación de una empresa reforzará o minará su afianzamiento en el mercado y la estabilidad de su negocio. Las estrategias de operación convincentes pueden generar una ventaja competitiva duradera y, por consiguiente, una posición competitiva relativamente más sólida. Conformamos una opinión respecto a la fuente y sustentabilidad (si existen) de la ventaja competitiva de la empresa en relación con sus pares. La empresa puede tener una ventaja de diferenciación (es decir, marca, tecnología, regulación) o una ventaja de costo (un menor costo, productor/administrador con la misma calidad), o una combinación de ellas.

195. Nuestra evaluación de la estrategia de una empresa se basa en su desempeño histórico y en nuestra opinión holística sobre sus objetivos prospectivos de negocio. Estos pueden incluir objetivos de participación de mercado, el porcentaje de ingresos proveniente de nuevos productos, los precios frente a los de la competencia, crecimiento de las ventas o de las ganancias, y niveles de inversión requerida. Evaluamos estos objetivos en el contexto de la dinámica de la industria y el atractivo de los mercados en los que la empresa participa.

b) *Diferenciación/originalidad/posicionamiento del producto/empaquetamiento*

196. Los atributos de la diferenciación de productos o servicios varían dependiendo del sector, y pueden incluir características del producto o servicio, desempeño, durabilidad, confiabilidad, entrega, y exhaustividad, entre otros. La intensidad de la competencia puede ser menor cuando los compradores perciben al servicio o producto con una elevada diferenciación o como que tiene pocos sustitutos. Por el contrario, los productos y servicios que no presentan diferenciación, o que ofrecen poco valor agregado a los ojos de los consumidores, generalmente son productos tipo *commodity* (de uso masivo) que compite principalmente en precio. La intensidad de la competencia a menudo será la más alta cuando se requiere una inversión limitada o moderada (investigación y desarrollo, gasto de capital, publicidad) o bajos niveles de destreza de los empleados (negocios de servicios) para competir. Las encuestas independientes de mercado, los comentarios en la prensa, las tendencias de participación de mercado y la evidencia de liderazgo o rezago cuando se trata de subir o bajar los precios, pueden indicar los diversos grados de diferenciación de producto.

197. El posicionamiento del producto influencia la manera en que las empresas pueden extender o proteger sus participaciones de mercado mediante la oferta de productos o servicios populares. Las capacidades de una empresa para reemplazar productos anticuados con nuevos, o para lanzar extensiones de sus productos, son elementos importantes del posicionamiento. Además, la capacidad para vender múltiples productos o servicios al mismo cliente, conocido como empaquetamiento o venta cruzada (por ejemplo, la oferta de un servicio posterior al momento de la venta de un electrodoméstico nuevo), puede generar una ventaja competitiva al incrementar el costo de cambio para los clientes y fomentar la lealtad.

c) *Reputación de la marca y mercadotecnia*

198. El valor de la marca mide la prima sobre el precio que una empresa recibe con base en su marca en relación con el equivalente genérico. Un valor de marca elevado normalmente se traduce en lealtad del cliente, construida en parte a través de campañas de mercadotecnia. Un indicador de la efectividad de la publicidad puede ser el crecimiento de los ingresos en comparación con el incremento en el gasto publicitario.

199. También analizamos las estrategias de publicidad y reinversión para prever el fortalecimiento o debilitamiento potencial de la marca de una empresa. El historial de una empresa de impulsar su participación de mercado y generar márgenes atractivos podría indicar su capacidad para construir y mantener la reputación de su marca.

d) *Calidad del producto y/o servicio*

200. La fortaleza y consistencia de la proposición de valor es un factor importante que contribuye a una ventaja competitiva sostenible. La proposición de valor abarca las características clave de un producto o servicio que convencen a los clientes de que su compra tiene el balance exacto entre precio y calidad. Los clientes generalmente perciben que un producto o servicio es bueno si se cumplen de manera consistente sus expectativas. La calidad, tanto real como percibida, puede ayudar a una empresa a atraer y retener clientes. Por el contrario, un producto o servicio de mala calidad puede llevar a retiros del producto, más advertencias de lo normal sobre el producto, o interrupciones del servicio, lo que podría reducir la demanda. Los indicadores de satisfacción y retención de clientes, tales como las tasas de reincidencia y de renovación de contrato, pueden ayudar a trazar las tendencias en la calidad del producto/servicio.

201. Mantener la proposición de valor requiere consistencia y adaptabilidad en torno al diseño, mercadotecnia, y controles operativos de calidad del producto. Esto es relevante cuando la diferenciación del producto importa, como es el caso en la mayoría de las industrias que no son masivas, y especialmente en las que la salud ecológica y humana (que son preocupaciones de las industrias química, de alimentos y farmacéutica) agrega una dimensión de responsabilidad a la calidad y a la proposición de valor. De manera similar las empresas de servicios públicos regulados (que a menudo no establecen sus propios precios) generalmente se enfocan en la entrega de un servicio ininterrumpido, a menudo con el fin de cumplir con los estándares establecidos por su regulador.

e) Barreras de entrada, costos de cambio para los clientes

202. Las barreras de entrada pueden reducir o eliminar la amenaza de la entrada de nuevos participantes. Cuando son efectivas, estas barreras pueden generar ingresos y utilidades más predecibles, al limitar las presiones sobre el establecimiento de precios y las pérdidas de clientes, reducir los costos de mercadotecnia y mejorar la eficiencia operativa. Aunque las barreras de entrada pueden permitir una prima sobre los precios, un participante dominante puede elegir racionalmente límites a los precios a fin de desalentar el interés de nuevos participantes.

203. Las barreras de entrada pueden ser una o más de las siguientes: monopolio natural o regulatorio; regulación que brinda respaldo; elevados costos de transporte; una base de clientes ya muy integrada que incurriría en elevados costos por cambiarse; un producto o servicio de su propiedad; altos requerimientos de capital o tecnología.

204. Un monopolio natural puede derivarse de la existencia de requerimientos extraordinariamente elevados de capital y gastos de operación que hacen poco viable económicamente para un mercado apoyar a más de un solo proveedor dominante. La barrera de entrada final se encuentra entre los servicios públicos regulados, que ofrecen un servicio esencial de monopolio 'de jurisdicción' y reciben una tasa de retorno garantizada sobre sus inversiones. Un régimen regulatorio de apoyo puede incluir reglas y regulaciones con elevados obstáculos que desalientan a los competidores, o establecer tantas obligaciones para un nuevo participante que hace su entrada financieramente inviable.

205. En ciertos sectores industriales, el acceso propio a un abasto limitado de materias primas clave o mano de obra especializada, o la existencia de normas de zonificación que efectivamente evitan la entrada de un nuevo participante, puede ofrecer una fuerte barrera de entrada. Factores tales como las relaciones, los contratos de largo plazo o acuerdos de mantenimiento, o pactos de distribución exclusiva pueden dar por resultado un elevado grado de apego del cliente. Un producto o servicio propio de la empresa que esté protegido por una patente o por el derecho de propiedad intelectual (*copyright*) puede representar un obstáculo importante para los nuevos competidores.

f) Ventajas y capacidades tecnológicas, desplazamiento tecnológico

206. Una empresa puede beneficiarse del hecho de contar con tecnología propia que le permita ofrecer un producto superior o un producto masivo a un costo materialmente más bajo. Las capacidades demostradas de investigación y desarrollo pueden llevar a una empresa a entregar un producto o servicio superior y diferenciado, como ocurre en el sector farmacéutico y en el de alta tecnología. Sin embargo, las estrategias óptimas de investigación y desarrollo o la importancia o efectividad de la protección de patentes difieren en cada industria, etapa de desarrollo del producto y ciclo de vida del producto.

207. El desplazamiento tecnológico puede ser una amenaza para muchas industrias; las nuevas tecnologías o las extensiones de las actuales pueden efectivamente desplazar una porción significativa de los productos o servicios de una empresa.

g) Perfil del activo

208. El perfil de activos de una empresa es un reflejo de su reinversión, la cual genera activos tangibles o intangibles, o ambos. Las empresas en sectores e industrias similares generalmente tienen opciones de reinversión parecidas y, por consiguiente, sus perfiles de activos tienden a ser comparables. La reinversión en las industrias "pesadas", como la de petróleo y gas, metales y minería, y automotriz, tiende a producir activos más tangibles, mientras que la reinversión en algunas industrias "ligeras", como la de servicios, medios y entretenimiento, y comercio, tiende a producir más activos intangibles.

209. Evaluamos cómo el perfil de activos de una empresa respalda o afecta su ventaja competitiva mediante la revisión de sus capacidades de manufactura o creación de servicios y requerimientos de inversión, sus capacidades de distribución y su historial y compromiso para reinvertir en su base de activos. Esto puede incluir una revisión de la capacidad de la empresa para atraer y retener una fuerza laboral talentosa; su grado de integración vertical y cómo puede ayudar o afectar su capacidad para asegurar fuentes de abasto, controlar la parte de valor agregado de su cadena de producción, o ajustarse a los desarrollos tecnológicos; o su capacidad para desarrollar una red de distribución amplia y sólida.

2. Análisis de los subfactores de tamaño, alcance y diversidad

210. Para evaluar la fortaleza relativa de este componente, evaluamos los siguientes cuatro subfactores:

- Diversidad de productos o servicios;
- Diversidad geográfica;
- Volúmenes, tamaño de los mercados e ingresos, y participación de mercado; y
- Madurez de los productos o servicios

211. En cada industria, las entidades con una mezcla más amplia de actividades generalmente son de menor riesgo y las que tienen una mezcla más reducida son de mayor riesgo. La elevada concentración de volúmenes de negocio por producto, cliente o región, o una concentración en la presencia de la producción o en la base de proveedores, puede llevar a generar ingresos y ganancias menos estables y predecibles. Comparativamente una mayor diversidad ayuda a una empresa a sortear las amenazas económicas, competitivas o tecnológicas, mejor que sus pares.

212. No existe un criterio sobre el tamaño mínimo, aunque este a menudo ofrece un indicador sobre la diversificación. El tamaño y alcance de las operaciones es importante en relación con los de los pares de la industria, aunque no en términos absolutos. Mientras que las empresas relativamente más pequeñas pueden disfrutar de un elevado grado de diversificación, probablemente estarán, por definición, más concentradas en términos de producto, número de clientes, o región que sus pares de mayor tamaño en la misma industria.

213. Una diversificación exitosa y continua respalda una posición competitiva más sólida. Por el contrario una diversificación débil afecta la posición competitiva en general. Por ejemplo, una empresa debilitará su posición general de negocios si incursiona en nuevas líneas de productos y países donde tiene una experiencia limitada y adolece de la masa crítica para ser un competidor real frente a los líderes iniciales (incumbentes) del mercado. La debilidad es mayor cuando los nuevos productos o mercados son más riesgosos que su negocio fundamental tradicional.

214. Cuando resulte aplicable, también incluimos bajo el subfactor de tamaño, alcance y diversidad, una evaluación de los beneficios potenciales derivados de las inversiones no consolidadas (o parcialmente consolidadas) en activos estratégicos. La importancia relativa de tal inversión y si está asignada en una industria que muestra una elevada correlación, o por el contrario una baja correlación, con los negocios del emisor, se consideraría en la determinación de sus beneficios potenciales para el subfactor de tamaño, alcance y diversidad. Aquí excluimos las inversiones financieras no estratégicas, el análisis de las cuales no cae dentro de los criterios de posición competitiva sino más bien bajo los criterios de estructura de capital.

a) Diversidad de productos o servicios

215. La concentración de los volúmenes de negocio o ingresos en un conjunto de productos o servicios particular o comparativamente pequeño puede generar ingresos y ganancias menos estables. Incluso si esta concentración se presenta en un producto o servicio atractivo puede ser una debilidad. De igual manera, la concentración de los volúmenes de operación con un cliente en particular o con un pequeño grupo de clientes, o la dependencia de uno o algunos proveedores, puede exponer a la empresa a un riesgo potencialmente mayor de pérdida y tener que reemplazar los ingresos y ganancias relacionados. Por otra parte, la diversificación exitosa de productos, clientes, y/o proveedores puede generar ingresos y ganancias más estables y predecibles, lo que respalda una evaluación más fuerte del subfactor de tamaño, alcance y diversidad.

216. La contribución relativa de los diferentes productos o servicios de una empresa nos ayuda a valorar su diversidad. También evaluamos la correlación de la demanda entre las líneas de productos o servicios. Una elevada correlación en la demanda entre líneas de productos y servicios aparentemente diferentes acentuará las caídas de los volúmenes durante la parte débil del ciclo de negocios.

217. En la mayoría de los sectores, la participación de ingresos que recibe una empresa de sus principales cinco a 10 clientes o contrapartes, revela qué tan diversificada está su base de clientes. Sin embargo, otras consideraciones como la estabilidad y calidad crediticia de esa base de clientes, y la capacidad de la empresa para retener clientes importantes, puede mitigar o acentuar nuestra evaluación general. De igual manera, a menudo la dependencia de un proveedor puede medirse con base en la participación de dicho proveedor en los costos operativos o de capital de una empresa. Sin embargo, otros factores, tales como el grado de interdependencia entre la empresa y su proveedor o proveedores, la posibilidad de sustituir de fuentes de abasto claves, y la presunta capacidad de la empresa para asegurar fuentes alternas de abasto sin incurrir en costos sustanciales por el cambio, son consideraciones importantes. Los bajos costos de cambio (es decir, el impacto limitado sobre los precios de los insumos, calidad o tiempos de entrega como resultado de tener que adaptarse a un nuevo socio en la cadena de abasto) pueden mitigar un elevado nivel de concentración.

b) Diversidad geográfica

218. Evaluamos la diversidad geográfica tanto desde el punto de vista del alcance de los mercados a los que la empresa se dirige y atiende, como desde la perspectiva de que tan concentradas geográficamente están sus instalaciones.

219. La concentración de los volúmenes e ingresos de la operación dentro de una región en particular pueden generar una mayor exposición a los factores económicos que afectan la demanda de bienes y servicios de una empresa en esa región. Incluso si los volúmenes e ingresos de una empresa están concentrados en una región atractiva, todavía puede ser vulnerable a una caída significativa en la demanda de sus bienes y servicios. Por el contrario, una empresa que atiende varias regiones puede beneficiarse de las diferentes condiciones de la demanda en cada una de ellas, lo que posiblemente resultará en una mayor estabilidad de los ingresos y en una rentabilidad más consistente que la de sus pares más enfocados. Dicho lo anterior, consideramos la diversificación geográfica en el contexto de la industria y el tamaño de la economía local o regional. Por ejemplo, las empresas que operan en industrias locales (como los minoristas de alimentos) pueden beneficiarse de una posición local bien afianzada.

220. Por lo general, entonces, las operaciones de productos o servicios geográficamente concentradas pueden exponer una empresa al riesgo de interrupciones, y dañar sus ingresos y rentabilidad. Incluso cuando los riesgos país no parecen significativos, la vulnerabilidad de una empresa a factores exógenos (por ejemplo los desastres naturales, o la inestabilidad laboral o política) se incrementa con la concentración geográfica.

c) Volúmenes, tamaño de los mercados e ingresos, y participación de mercado

221. Por sí mismas, las ventas absolutas o volúmenes por unidad y participación de mercado no respaldan una evaluación fuerte del subfactor de tamaño, alcance y diversidad. No obstante, una participación de mercado superior es positiva ya que puede indicar un rango amplio de operaciones, productos o servicios.

222. Consideramos la estabilidad de los volúmenes (en relación con sus pares) como positiva, especialmente cuando: una empresa la ha demostrado durante una desaceleración económica; si la ha alcanzado sin depender de mayores concesiones sobre los precios que las de sus competidores; y cuando es probable que se sostenga en el futuro. Sin embargo, la estabilidad del volumen en combinación con una participación de mercado en disminución podría evidenciar las menores perspectivas de una empresa respecto a su rentabilidad futura. Evaluamos la previsibilidad de los volúmenes de operación y el grado probable de la estabilidad futura de los volúmenes mediante el análisis del desempeño de la empresa en relación con sus pares en varios factores de la industria: desempeño cíclico; capacidad para adaptarse a las amenazas tecnológicas y regulatorias; el perfil de la base de clientes (apego); y el ciclo de vida potencial de sus productos o servicios.

223. Dependiendo del sector de la industria, medimos el tamaño relativo de una empresa y su participación de mercado con base en las ventas por unidad; el monto absoluto de sus ingresos; y el porcentaje de ingresos capturado de los ingresos totales de la industria. También ajustamos con base en las consideraciones cualitativas específicas de la industria y de la empresa. Por ejemplo, si una industria está particularmente fragmentada y tiene un número de participantes de tamaño similar, ninguno tendría una ventaja o desventaja especial respecto a la participación de mercado.

d) Madurez de los productos o servicios

224. El grado de madurez y la posición relativa sobre la curva del ciclo de vida de la cartera de productos o servicios de la empresa afecta la estabilidad y sustentabilidad de sus ingresos y márgenes. Es importante identificar la etapa de desarrollo de los productos o servicios de una empresa a fin de medir los riesgos del ciclo de vida que pueden estar asociados con los productos o servicios clave.

225. Los productos o servicios maduros (por ejemplo los productos de consumo o programación de transmisión) no necesariamente son un factor negativo, en nuestra opinión, si todavía contribuyen a generar ganancias confiables. Si la demanda está cayendo para un producto o servicio de la empresa, examinamos su historial en la introducción de nuevos productos con poder de permanencia. De manera similar, el historial de una empresa en el lanzamiento de productos es particularmente pertinente.

3. Análisis de los subfactores de la eficiencia operativa

226. Para evaluar la fortaleza relativa de este componente, consideramos los siguientes cuatro subfactores:

- Estructura de costos,
- Procesos de manufactura,
- Administración del capital de trabajo, y
- Tecnología

227. En la medida en que una empresa tenga una elevada eficiencia operativa, debe poder generar mejores márgenes de utilidad que sus pares que compiten en los mismos mercados, independientemente de las condiciones de mercado prevalecientes. La capacidad para minimizar los costos de manufactura y otros operativos y, por consiguiente, maximizar los márgenes y el flujo de efectivo —por ejemplo, mediante la excelencia en la producción, el control de costos y una administración diligente del capital de trabajo— generará los recursos para investigación y desarrollo, mercadotecnia y servicio al cliente.

a) Estructura de costos

228. Las empresas que están bien posicionadas desde el punto de vista de los costos normalmente tendrán un mayor uso de la capacidad instalada y serán más rentables en el curso de un ciclo de negocios. La estructura de costos y el control de costos son clave para generar sólidas utilidades y un flujo de efectivo, particularmente en el caso de empresas que producen *commodities*, que operan en industrias maduras o que afrontan presiones sobre los precios. Es importante considerar si una empresa o alguno de sus competidores tiene una ventaja de costos sostenible, la cual puede estar basada en el acceso a fuentes de energía más baratas, ubicaciones favorables para la producción o en menores costos laborales y más flexibles, por ejemplo.

229. Cuando hay información disponible, examinamos la mezcla de costos fijos y variables de una empresa como un indicador de su apalancamiento operativo, una medida que explica cómo se traslada el crecimiento de los ingresos al crecimiento de los ingresos operativos. Una empresa con un apalancamiento operativo significativo puede atestiguar caídas dramáticas en su utilidad operativa si caen los volúmenes unitarios, como ocurre durante desaceleraciones cíclicas. Por el contrario, en un repunte, una vez que los ingresos rebasan el punto de equilibrio, un porcentaje sustancial de los ingresos incrementales normalmente se convierten en ganancias.

b) Procesos de manufactura

230. La intensidad en el uso del capital caracteriza muchos sectores de manufactura pesada que requieren volúmenes mínimos para producir ganancias, flujo de efectivo y retorno sobre activos en niveles aceptables. Consideramos el uso de la capacidad instalada a lo largo del ciclo de negocios (combinada con la base de costos) como un buen indicador de la capacidad de los productores para mantener sus ganancias en diferentes escenarios económicos. Nuestra evaluación del uso de la capacidad instalada se basa en la capacidad de producción de una empresa en toda su presencia de manufactura. Además, consideramos la tendencia del uso de la capacidad instalada de una empresa frente a nuestras expectativas de ventas por unidad, en oposición al análisis de planta por planta.

231. Las relaciones laborales siguen siendo un enfoque importante en nuestro análisis de la eficiencia operativa para las empresas manufactureras. A menudo, la estructura de costos laborales de una empresa está caracterizada por su historia de negociaciones contractuales y los países donde opera. Examinamos la rigidez o flexibilidad de los costos laborales de una empresa y la medida en que depende de la mano de obra más que de la automatización. Analizamos la estructura de costos laborales mediante la evaluación de la dimensión de la representación sindical, los salarios y costo de las prestaciones como porcentaje del costo de ventas (cuando está disponible), y mediante la revisión del balance del equipo de capital frente a la mano de obra en el proceso de manufactura. También incorporamos las tendencias en los esfuerzos de una empresa para transferir costos laborales de sus regiones de mayor costo a las de menor costo.

c) Administración del capital de trabajo

232. La administración del capital de trabajo —de los activos circulantes y pasivos de corto plazo— es un factor clave en nuestra evaluación de la eficiencia operativa. En general, las empresas con habilidades sólidas de administración de capital de trabajo presentan ciclos de conversión de efectivo más cortos (definidos como la inversión de días en inventarios y cuentas por cobrar menos la inversión de días en las cuentas por pagar) que sus pares con menores habilidades. Los ciclos cortos de conversión de efectivo podrían, por ejemplo, demostrar que una empresa tiene una posición más fuerte en la cadena de abasto (por ejemplo, pidiendo a los proveedores o distribuidores que financien una mayor parte de su inventario). Esto permite a una empresa dirigir más capital que sus pares a otras áreas de inversión.

d) Tecnología

233. La tecnología puede jugar un rol importante para alcanzar una eficiencia operativa superior mediante la administración efectiva del rendimiento (al mejorar los índices de insumos/producción), la automatización de la cadena de distribución, y la optimización de costos.

234. Alcanzar una administración elevada del rendimiento es particularmente importante en las industrias que tienen un inventario limitado y elevados costos fijos tales como los de transporte, alojamiento, medios y menudeo. Las aerolíneas más eficientes pueden alcanzar mayores ingresos por asiento disponible -milla que sus pares, mientras que las empresas hoteleras más eficientes pueden alcanzar un mayor ingreso por habitación disponible que sus pares. Ambas industrias dependen en gran medida de la tecnología para ocupar su inventario (asientos y habitaciones) a fin de maximizar las ventas y rentabilidad.

235. Los sistemas efectivos de automatización de la cadena de distribución permiten a las empresas reducir inversiones en inventario y tener mejores proyecciones sobre las órdenes futuras con base en las tendencias actuales. Al permitir el intercambio electrónico de información entre proveedor y minorista, tales sistemas ayudan a acelerar las órdenes y re-órdenes de bienes al indicar rápidamente la mercancía que se está vendiendo bien y las necesidades de reabastecimiento. También identifican el inventario de lento desplazamiento que necesita reducirse a fin de liberar espacio para mercancía más reciente.

236. El uso efectivo de la tecnología también puede ayudar a mantener los costos bajos mediante la mejora de la productividad a través de la automatización y administración del flujo de trabajo. Esto puede reducir los costos de venta, generales y administrativos, que normalmente representan una parte sustancial de los gastos para las industrias con elevados costos fijos, incrementando así sus utilidades.

4. Parámetros SER por industria

Tabla 28. Calibración del SER por industria con base en el EBITDA

	--Volatilidad de la evaluación de rentabilidad*--					
	1	2	3	4	5	6
Transporte – Cíclica	=<10%	>10% - 14%	>14% - 22%	>22% - 33%	>33% - 76%	> 76%
Productores de equipo original para automóviles	=<25%	>25% - 33%	>33% - 35%	>35% - 40%	>40% - 46%	> 46%
Metales & Minería – Primaria	=<16%	>16% - 31%	>31% - 42%	>42% - 53%	>53% - 82%	> 82%
Metales & Minería – Industria Secundaria	=<16%	>16% - 23%	>23% - 28%	>28% - 34%	>34% - 59%	> 59%
Desarrolladores de vivienda/Desarrolladores	=<19%	>19% - 33%	>33% - 46%	>46% - 65%	>65% - 95%	> 95%
Petróleo & Gas – Refinación & Comercialización	=<14%	>14% - 21%	>21% - 35%	>35% - 46%	>46% - 82%	> 82%
Productos forestales y papel	=<9%	>9% - 18%	>18% - 26%	>26% - 51%	>51% - 114%	> 114%
Materiales para la construcción	=<9%	>9% - 16%	>16% - 19%	>19% - 24%	>24% - 33%	> 33%
Petróleo y Gas – Exploración & Producción + Integrada	=<12%	>12% - 19%	>19% - 22%	>22% - 28%	>28% - 38%	> 38%
Agroindustria & Alimentos básicos	=<12%	>12% - 19%	>19% - 25%	>25% - 39%	>39% - 57%	> 57%
Fideicomisos de inversión en bienes raíces (FIBRAS)	=<5%	>5% - 9%	>9% - 13%	>13% - 20%	>20% - 32%	> 32%
Entretenimiento & deportes	=<5%	>5% - 9%	>9% - 12%	>12% - 16%	>16% - 24%	> 24%
Química básica	=<14%	>14% - 19%	>19% - 28%	>28% - 37%	>37% - 51%	> 51%
Proveedores de autopartes	=<15%	>15% - 20%	>20% - 26%	>26% - 32%	>32% - 45%	> 45%
Aeroespacio & defensa	=<6%	>6% - 9%	>9% - 15%	>15% - 24%	>24% - 41%	> 41%
Tecnología - Hardware & semiconductores	=<11%	>11% - 15%	>15% - 22%	>22% - 31%	>31% - 58%	> 58%
Químicos de especialidad	=<5%	>5% - 10%	>10% - 14%	>14% - 23%	>23% - 36%	> 36%
Bienes de capital	=<12%	>12% - 16%	>16% - 21%	>21% - 30%	>30% - 45%	> 45%
Ingeniería & Construcción	=<9%	>9% - 14%	>14% - 20%	>20% - 28%	>28% - 39%	> 39%
Ferrovías/Paquetería exprés	=<5%	>5% - 8%	>8% - 10%	>10% - 13%	>13% - 22%	> 22%
Servicios para negocios & consumidores	=<4%	>4% - 8%	>8% - 11%	>11% - 16%	>16% - 30%	> 30%
Servicios para la industria de energía	=<5%	>5% - 9%	>9% - 11%	>11% - 15%	>15% - 31%	> 31%
Tecnología - Software & servicios	=<4%	>4% - 9%	>9% - 14%	>14% - 19%	>19% - 33%	> 33%
Bienes de consumo duradero	=<7%	>7% - 10%	>10% - 13%	>13% - 19%	>19% - 35%	> 35%
Contenedores & paquetería	=<5%	>5% - 7%	>7% - 12%	>12% - 18%	>18% - 26%	> 26%
Medios & Entretenimiento	=<6%	>6% - 10%	>10% - 14%	>14% - 20%	>20% - 29%	> 29%
Exploración de petróleo & gas, equipo & servicios	=<16%	>16% - 22%	>22% - 28%	>28% - 44%	>44% - 62%	> 62%
Comercio & restaurantes	=<4%	>4% - 8%	>8% - 11%	>11% - 16%	>16% - 26%	> 26%
Servicios para el cuidado de la salud	=<4%	>4% - 5%	>5% - 9%	>9% - 12%	>12% - 19%	> 19%
Infraestructura de transporte	=<2%	>2% - 4%	>4% - 7%	>7% - 12%	>12% - 19%	> 19%
Servicios ambientales	=<5%	>5% - 9%	>9% - 13%	>13% - 22%	>22% - 29%	> 29%
Servicios públicos	=<4%	>4% - 7%	>7% - 9%	>9% - 14%	>14% - 26%	> 26%
Industria no regulada de energía & gas	=<7%	>7% - 16%	>16% - 20%	>20% - 29%	>29% - 47%	> 47%
Farmacéutica	=<5%	>5% - 8%	>8% - 11%	>11% - 17%	>17% - 32%	> 32%
Equipo para el cuidado de la salud	=<3%	>3% - 5%	>5% - 6%	>6% - 10%	>10% - 25%	> 25%
Productos de marca no duraderos	=<4%	>4% - 7%	>7% - 10%	>10% - 15%	>15% - 43%	> 43%
Telecomunicaciones & cable	=<3%	>3% - 6%	>6% - 9%	>9% - 13%	>13% - 23%	> 23%
General	=<5%	>5% - 9%	>9% - 15%	>15% - 23%	>23% - 43%	> 43%

*Los rangos de datos incluyen los valores hasta e incluyendo el límite superior. Como ejemplo, para un rango de 5%-9%, se excluye un valor de 5%, mientras que se incluye un valor de 9%; las cifras están redondeadas al número entero más cercano para fines de la presentación.

Tabla 29. Calibración del SER por industria con base en el margen de EBITDA

	--Volatilidad de la evaluación de rentabilidad*--					
	1	2	3	4	5	6
Transporte - Cíclica	=<4%	>4% - 8%	>8% - 16%	>16% - 28%	>28% - 69%	> 69%
Productores de equipo original para automóviles	=<15%	>15% - 19%	>19% - 29%	>29% - 31%	>31% - 45%	> 45%
Metales & Minería - Primaria	=<10%	>10% - 18%	>18% - 26%	>26% - 36%	>36% - 56%	> 56%
Metales & Minería - Industria Secundaria	=<8%	>8% - 10%	>10% - 14%	>14% - 19%	>19% - 31%	> 31%
Desarrolladores de vivienda/Desarrolladores	=<10%	>10% - 18%	>18% - 30%	>30% - 56%	>56% - 114%	> 114%
Petróleo & Gas - Refinación & Comercialización	=<12%	>12% - 22%	>22% - 28%	>28% - 42%	>42% - 71%	> 71%
Productos forestales y papel	=<8%	>8% - 13%	>13% - 21%	>21% - 41%	>41% - 117%	> 117%
Materiales para la construcción	=<4%	>4% - 8%	>8% - 13%	>13% - 18%	>18% - 23%	> 23%
Petróleo y Gas - Exploración & Producción + Integrada	=<4%	>4% - 6%	>6% - 8%	>8% - 13%	>13% - 22%	> 22%
Agroindustria & Alimentos básicos	=<9%	>9% - 14%	>14% - 18%	>18% - 27%	>27% - 100%	> 100%
Fideicomisos de inversión en bienes raíces (FIBRAs)	=<2%	>2% - 5%	>5% - 8%	>8% - 13%	>13% - 34%	> 34%
Entretenimiento & deportes	=<3%	>3% - 5%	>5% - 6%	>6% - 9%	>9% - 18%	> 18%
Química básica	=<9%	>9% - 14%	>14% - 18%	>18% - 25%	>25% - 37%	> 37%
Proveedores de autopartes	=<9%	>9% - 13%	>13% - 18%	>18% - 23%	>23% - 40%	> 40%
Aeroespacio & defensa	=<3%	>3% - 6%	>6% - 7%	>7% - 12%	>12% - 24%	> 24%
Tecnología - Hardware & semiconductores	=<7%	>7% - 10%	>10% - 15%	>15% - 21%	>21% - 62%	> 62%
Químicos de especialidad	=<3%	>3% - 6%	>6% - 10%	>10% - 19%	>19% - 28%	> 28%
Bienes de capital	=<6%	>6% - 9%	>9% - 13%	>13% - 20%	>20% - 33%	> 33%
Ingeniería & Construcción	=<6%	>6% - 8%	>8% - 12%	>12% - 17%	>17% - 26%	> 26%
Ferrovías/Paquetaría expés	=<2%	>2% - 6%	>6% - 8%	>8% - 10%	>10% - 17%	> 17%
Servicios para negocios & consumidores	=<3%	>3% - 5%	>5% - 7%	>7% - 12%	>12% - 22%	> 22%
Servicios para la industria de energía	=<3%	>3% - 6%	>6% - 9%	>9% - 14%	>14% - 28%	> 28%
Tecnología - Software & servicios	=<3%	>3% - 6%	>6% - 10%	>10% - 15%	>15% - 30%	> 30%
Bienes de consumo duradero	=<4%	>4% - 8%	>8% - 11%	>11% - 15%	>15% - 26%	> 26%
Contenedores & paquetería	=<5%	>5% - 7%	>7% - 9%	>9% - 15%	>15% - 22%	> 22%
Medios & Entretenimiento	=<4%	>4% - 6%	>6% - 9%	>9% - 14%	>14% - 24%	> 24%
Exploración de petróleo & gas, equipo & servicios	=<6%	>6% - 12%	>12% - 16%	>16% - 22%	>22% - 32%	> 32%
Comercio & restaurantes	=<3%	>3% - 5%	>5% - 7%	>7% - 12%	>12% - 21%	> 21%
Servicios para el cuidado de la salud	=<3%	>3% - 5%	>5% - 6%	>6% - 8%	>8% - 15%	> 15%
Infraestructura de transporte	=<1%	>1% - 3%	>3% - 5%	>5% - 7%	>7% - 15%	> 15%
Servicios ambientales	=<3%	>3% - 4%	>4% - 6%	>6% - 10%	>10% - 24%	> 24%
Servicios públicos	=<4%	>4% - 7%	>7% - 9%	>9% - 14%	>14% - 24%	> 24%
Industria no regulada de energía & gas	=<6%	>6% - 10%	>10% - 15%	>15% - 23%	>23% - 41%	> 41%
Farmacéutica	=<4%	>4% - 5%	>5% - 7%	>7% - 10%	>10% - 21%	> 21%
Equipo para el cuidado de la salud	=<2%	>2% - 4%	>4% - 5%	>5% - 10%	>10% - 16%	> 16%
Productos de marca no duraderos	=<3%	>3% - 6%	>6% - 9%	>9% - 13%	>13% - 28%	> 28%
Telecomunicaciones & cable	=<2%	>2% - 4%	>4% - 5%	>5% - 7%	>7% - 13%	> 13%
General	=<3%	>3% - 6%	>6% - 10%	>10% - 16%	>16% - 32%	> 32%

*Los rangos de datos incluyen los valores hasta e incluyendo el límite superior. Como ejemplo, para un rango de 5%-9%, se excluye un valor de 5%, mientras que se incluye un valor de 9%; las cifras están redondeadas al número entero más cercano para fines de la presentación.

Tabla 30. Calibración del SER por industria con base en el retorno sobre capital

	--Volatilidad de la evaluación de rentabilidad*--					
	1	2	3	4	5	6
Transporte – Cíclica	=<14%	>14% - 28%	>28% - 39%	>39% - 53%	>53% - 156%	> 156%
Productores de equipo original para automóviles	=<42%	>42% - 64%	>64% - 74%	>74% - 86%	>86% - 180%	> 180%
Metales & Minería - Primaria	=<25%	>25% - 32%	>32% - 43%	>43% - 53%	>53% - 92%	> 92%
Metales & Minería – Industria Secundaria	=<22%	>22% - 30%	>30% - 38%	>38% - 45%	>45% - 93%	> 93%
Desarrolladores de vivienda/Desarrolladores	=<12%	>12% - 31%	>31% - 50%	>50% - 70%	>70% - 88%	> 88%
Petróleo & Gas – Refinación & Comercialización	=<14%	>14% - 30%	>30% - 48%	>48% - 67%	>67% - 136%	> 136%
Productos forestales y papel	=<10%	>10% - 22%	>22% - 40%	>40% - 89%	>89% - 304%	> 304%
Materiales para la construcción	=<13%	>13% - 20%	>20% - 26%	>26% - 36%	>36% - 62%	> 62%
Petróleo y Gas – Exploración & Producción + Integrada	=<16%	>16% - 22%	>22% - 31%	>31% - 43%	>43% - 89%	> 89%
Agroindustria & Alimentos básicos	=<12%	>12% - 15%	>15% - 29%	>29% - 55%	>55% - 111%	> 111%
Fideicomisos de inversión en bienes raíces (FIBRAs)	=<8%	>8% - 14%	>14% - 20%	>20% - 26%	>26% - 116%	> 116%
Entretenimiento & deportes	=<11%	>11% - 17%	>17% - 26%	>26% - 34%	>34% - 64%	> 64%
Química básica	=<19%	>19% - 28%	>28% - 41%	>41% - 50%	>50% - 73%	> 73%
Proveedores de autopartes	=<20%	>20% - 39%	>39% - 50%	>50% - 67%	>67% - 111%	> 111%
Aeroespacio & defensa	=<7%	>7% - 13%	>13% - 19%	>19% - 27%	>27% - 61%	> 61%
Tecnología - Hardware & semiconductores	=<8%	>8% - 21%	>21% - 34%	>34% - 49%	>49% - 113%	> 113%
Químicos de especialidad	=<5%	>5% - 18%	>18% - 28%	>28% - 43%	>43% - 64%	> 64%
Bienes de capital	=<15%	>15% - 24%	>24% - 31%	>31% - 45%	>45% - 121%	> 121%
Ingeniería & Construcción	=<12%	>12% - 21%	>21% - 23%	>23% - 33%	>33% - 54%	> 54%
Ferrovías/Paquetaría exprés	=<3%	>3% - 11%	>11% - 17%	>17% - 20%	>20% - 27%	> 27%
Servicios para negocios & consumidores	=<9%	>9% - 17%	>17% - 23%	>23% - 40%	>40% - 87%	> 87%
Servicios para la industria de energía	=<5%	>5% - 11%	>11% - 17%	>17% - 22%	>22% - 34%	> 34%
Tecnología - Software & servicios	=<8%	>8% - 21%	>21% - 35%	>35% - 65%	>65% - 105%	> 105%
Bienes de consumo duradero	=<8%	>8% - 13%	>13% - 20%	>20% - 35%	>35% - 60%	> 60%
Contenedores & paquetería	=<6%	>6% - 14%	>14% - 23%	>23% - 35%	>35% - 52%	> 52%
Medios & Entretenimiento	=<9%	>9% - 17%	>17% - 26%	>26% - 40%	>40% - 86%	> 86%
Exploración de petróleo & gas, equipo & servicios	=<25%	>25% - 33%	>33% - 45%	>45% - 65%	>65% - 90%	> 90%
Comercio & restaurantes	=<6%	>6% - 14%	>14% - 18%	>18% - 26%	>26% - 69%	> 69%
Servicios para el cuidado de la salud	=<6%	>6% - 10%	>10% - 15%	>15% - 25%	>25% - 44%	> 44%
Infraestructura de transporte	=<5%	>5% - 9%	>9% - 12%	>12% - 16%	>16% - 27%	> 27%
Servicios ambientales	=<7%	>7% - 12%	>12% - 24%	>24% - 35%	>35% - 72%	> 72%
Servicios públicos	=<6%	>6% - 9%	>9% - 13%	>13% - 20%	>20% - 36%	> 36%
Industria no regulada de energía & gas	=<14%	>14% - 19%	>19% - 29%	>29% - 55%	>55% - 117%	> 117%
Farmacéutica	=<6%	>6% - 8%	>8% - 15%	>15% - 20%	>20% - 33%	> 33%
Equipo para el cuidado de la salud	=<4%	>4% - 8%	>8% - 19%	>19% - 31%	>31% - 81%	> 81%
Productos de marca no duraderos	=<6%	>6% - 10%	>10% - 17%	>17% - 29%	>29% - 63%	> 63%
Telecomunicaciones & cable	=<7%	>7% - 13%	>13% - 19%	>19% - 26%	>26% - 60%	> 60%
General	=<7%	>7% - 15%	>15% - 23%	>23% - 38%	>38% - 81%	> 81%

*Los rangos de datos incluyen los valores hasta e incluyendo el límite superior. Como ejemplo, para un rango de 5%-9%, se excluye un valor de 5%, mientras que se incluye un valor de 9%; las cifras están redondeadas al número entero más cercano para fines de la presentación.

C. Análisis del flujo de efectivo/apalancamiento

1. Méritos e inconvenientes de cada indicador de flujo de efectivo

a) EBITDA

237. El EBITDA es un indicador de flujo de efectivo ampliamente utilizado y, por consiguiente, sumamente comparable, aunque tiene limitaciones significativas. Dado que el EBITDA se deriva de partidas del estado de resultados, puede estar distorsionado por las mismas situaciones contables que limitan el uso de los ingresos como la base del flujo de efectivo. Además, los intereses pueden representar una salida de flujo de efectivo sustancial para las empresas de grado especulativo y, por consiguiente, el EBITDA puede sobreestimar de manera importante el flujo de efectivo en algunos casos. Sin embargo, sirve como un punto de partida útil y común para el análisis del flujo de efectivo y también es útil para clasificar la fortaleza financiera de empresas diferentes.

b) Fondos de operaciones (FFO, por sus siglas en inglés)

238. El FFO es un indicador híbrido de flujo de efectivo que estima la capacidad inherente de una empresa para generar un flujo de efectivo recurrente de sus operaciones independiente de las fluctuaciones del capital de trabajo. El FFO estima el flujo de efectivo disponible para la empresa antes de capital de trabajo, gasto de capital y de partidas discrecionales tales como dividendos, adquisiciones, etc.

239. Dado que el flujo de efectivo de las operaciones tiende a ser más volátil que el FFO, este se usa a menudo para suavizar la variación de un periodo a otro en el capital de trabajo. Consideramos que es una mejor aproximación de la generación recurrente de flujo de efectivo porque la administración puede manipular más fácilmente el capital de trabajo dependiendo de sus necesidades contables o de liquidez. Sin embargo, generalmente no utilizamos el FFO como un indicador guía del flujo de efectivo en situaciones en las que es importante la evaluación de los cambios en el capital de trabajo para juzgar la generación del flujo de efectivo de una empresa y su calidad crediticia general. Por ejemplo, para industrias de uso intensivo de capital de trabajo tales como el sector minorista, el flujo de efectivo operativo puede ser un mejor indicador que el FFO sobre la generación real de efectivo de la empresa.

240. El FFO es un buen indicador del flujo de efectivo para empresas bien establecidas cuya viabilidad de largo plazo tiene cierta certidumbre (es decir, para empresas con calificaciones altas). Para tales empresas, puede haber una mayor dependencia analítica del FFO y de su relación con la carga de deuda total. El FFO sigue siendo de mucha ayuda en la clasificación relativa de las empresas. Además, las empresas mejor establecidas y más saludables, usualmente tienen un rango más amplio de posibilidades de financiamiento para cubrir necesidades de liquidez de corto plazo y refinanciar los vencimientos próximos. Para las situaciones de crédito marginal, el enfoque cambia más hacia el flujo de efectivo libre operativo—tras deducir los diversos usos fijos tales como inversiones de capital de trabajo y gastos de capital— ya que este indicador está más directamente relacionado con la capacidad actual para cubrir el servicio de la deuda.

c) Flujo de efectivo de operaciones (CFO, por sus siglas en inglés)

241. La medida y análisis del CFO forma una parte importante de nuestra evaluación de calificaciones, en particular para las empresas que operan en industrias intensivas en el uso de capital de trabajo o en las que los flujos de capital de trabajo pueden ser volátiles. El CFO es distinto del FFO ya que es un indicador puro del flujo de efectivo calculado tras contabilizar el impacto sobre las utilidades por cambios en los activos y pasivos operativos. El CFO es el flujo de efectivo disponible para financiar partidas tales como gasto de capital, repago de financiamiento, y pago de dividendos y recompras de acciones.

242. En muchas industrias, las empresas cambian su enfoque hacia la generación de flujo de efectivo en una desaceleración. Como resultado de ello, incluso aunque típicamente generan menos efectivos por sus actividades ordinarias de operación debido al bajo uso de la capacidad instalada y a la relativamente baja absorción de costos fijos, podrían generar efectivo mediante la reducción de inventarios y cuentas por cobrar. Por consiguiente, aunque el FFO es probablemente menor en una desaceleración, el impacto sobre el CFO podría no ser tan grande. En periodos de crecimiento sólido, lo contrario será verdad y un CFO consistentemente menor comparado al FFO sin un correspondiente incremento en los ingresos y rentabilidad, pueden indicar una situación insostenible.

243. El capital de trabajo es un elemento clave de la generación de flujo de efectivo de una empresa. Aunque tiende a ser necesario acumular capital de trabajo y, por consiguiente, consumir efectivo en una fase de crecimiento o expansión, los cambios en el capital de trabajo también pueden actuar como un amortiguador en caso de desaceleración. Muchas compañías se desharán de sus inventarios e invertirán un menor monto en materias primas como resultado de actividades de operación más débiles, con lo que reducen el monto de capital y efectivo que está vinculado al capital de trabajo. Por consiguiente, las fluctuaciones en el capital de trabajo pueden ocurrir tanto en periodos de crecimiento de los ingresos como de contracción, y el análisis de las necesidades de capital de trabajo de corto plazo de una empresa es crucial para estimar el comportamiento futuro en el flujo de efectivo.

244. A menudo, los negocios que son intensivos en el uso de capital no lo son en el uso de capital de trabajo: la mayoría del compromiso de capital está concentrado en equipo y maquinaria, mientras que los negocios ligeros en activos tendrían que invertir proporcionalmente más en inventarios y cuentas por cobrar. Eso también afecta los márgenes porque los negocios intensivos en el uso de capital tienden a tener gastos de operación proporcionalmente menores (y mayores márgenes de EBIDA), mientras que las operaciones intensivas en el uso del capital de trabajo usualmente reportan menores márgenes de EBITDA. La volatilidad resultante del flujo de efectivo puede ser significativa: dado que toda la inversión se hizo al inicio en un negocio intensivo en el uso de capital, hay generalmente más margen para absorber la volatilidad subsecuente en el EBITDA porque los márgenes son mayores. Por ejemplo, una empresa intensiva en el uso de capital podría mantenerse razonablemente rentable incluso si su margen de EBIDA cae desde 30% a 20%. En contraste, un negocio intensivo en el uso de capital de trabajo con un menor margen de EBITDA (debido a los mayores gastos operativos) de 8%, puede registrar un margen negativo de EBITDA si la volatilidad de EBITDA es grande.

d) Flujo de efectivo libre operativo (FOCF, por sus siglas en inglés)

245. Al deducir los gastos de capital del CFO, arribamos al FOCF, que puede usarse como un aproximado del efectivo generado por la empresa de sus operaciones fundamentales. Podemos excluir los gastos de capital discrecionales para incrementar capacidad del cálculo del FOCF, pero en la práctica a menudo es difícil discriminar entre el gasto para expansión y para reemplazo. Y, aunque las empresas tienen cierta flexibilidad para manejar sus presupuestos de capital para sortear los ciclos a la baja, tal flexibilidad es generalmente temporal e insostenible ante los requerimientos intrínsecos de la operación. Por ejemplo, las empresas pueden verse obligadas a incrementar sus programas de inversión dado el fuerte crecimiento de la demanda o por los cambios tecnológicos. Las entidades reguladas (por ejemplo, las empresas de telecomunicaciones) también podrían afrontar requerimientos importantes de inversión en relación con sus contratos de concesión (entre una empresa y el gobierno del país donde reside, que especifican las reglas bajo las cuales la empresa puede operar localmente).

246. El FOCF positivo es una señal de fortaleza y ayuda a distinguir entre dos empresas que tienen el mismo FFO. Además, el FOCF ayuda a diferenciar entre los flujos de efectivo generados por empresas e industrias más o menos intensivas en el uso de capital.

247. En las industrias de uso altamente intensivo de capital (donde los requerimientos del gasto de capital para mantenimiento tienden a ser elevados) o en otras situaciones en las que las empresas tienen poca flexibilidad para posponer los gastos de capital, los indicadores como el FFO a deuda y el de deuda a EBITDA pueden ofrecer información menos valiosa sobre la calidad crediticia relativa porque no logran capturar los gastos de capital potencialmente significativos. En tales casos, un índice como el de FOCF a deuda ofrece mayor información analítica.

248. Una empresa que atiende un mercado de bajo crecimiento o en descenso podría presentar un FOCF relativamente fuerte debido a la disminución de sus necesidades de capital fijo y de trabajo. En contraste, las compañías en crecimiento muestran FOCFs pequeños o incluso negativos debido a la inversión necesaria para respaldar su crecimiento. Para la empresa de bajo crecimiento, el análisis crediticio pondera el flujo de efectivo actual sólido y positivo contra el peligro de que este elevado nivel de flujo de efectivo pueda no ser sostenible. Para la empresa de elevado crecimiento, lo contrario es verdad: se pondera lo negativo de un déficit de efectivo actual frente a las perspectivas del fortalecimiento del flujo de efectivo una vez que las inversiones actuales empiecen a generar beneficios de efectivo. En el último caso, si consideramos la inversión en el crecimiento como temporal y sin probabilidad de que genere un mayor apalancamiento en el largo plazo, daremos mayor importancia analítica al índice de FFO a deuda que al de FOCF a deuda. En cualquier caso, también consideramos el impacto del entorno de crecimiento de una empresa en nuestro análisis de riesgo del negocio, específicamente en el análisis de riesgo de la industria de una empresa (véase la sección B).

e) Flujo de efectivo discrecional (DCF)

249. Para los emisores corporativos calificados principalmente en el universo de grado de inversión, el DCF a deuda puede ser un importante barómetro de la suficiencia futura de flujos de efectivo ya que refleja más plenamente la política financiera de una empresa, incluyendo las decisiones relativas a los pagos de dividendos. Además, la recompra de acciones y el potencial de fusiones y adquisiciones, que pueden representar usos muy importantes de efectivo, son componentes importantes en el análisis del flujo de efectivo.

250. El nivel de dividendos depende de la estrategia financiera de la empresa. Las empresas con objetivos de pago de dividendos agresivos podrían ser reacias a reducirlos incluso bajo cierta presión de liquidez. Además, las empresas en grado de inversión tienen menos probabilidades de reducir los pagos de dividendos tras algunos reveses -aunque en última instancia, los dividendos son discrecionales. El DCF es el reflejo más fiel del exceso de flujo de efectivo, pero también es el más afectado por las decisiones de la administración y, por lo tanto, no refleja necesariamente el potencial de flujo de efectivo disponible.

D. Efecto de diversificación/Cartera

1. Investigación académica

251. La investigación académica recientemente concluyó que, durante la crisis financiera mundial de 2007-2009, los conglomerados tenían ventaja sobre las empresas enfocadas en un solo sector, porque tenían un mejor acceso a los mercados de crédito como consecuencia de su coaseguro de deuda y usaron a los mercados locales de capitales de manera más eficiente (es decir, sus negocios principales tenían flujos de efectivo más fuertes). Deuda con coaseguro es la opinión de que la unión de dos o más empresas cuyos flujos de ingresos están menos que perfectamente correlacionados, reduce el riesgo de incumplimiento de las empresas fusionadas (es decir, el efecto de coaseguro) y por lo tanto aumenta la "capacidad de deuda" o "capacidad de endeudamiento" de la empresa combinada. Estas alternativas de financiamiento se hicieron más valiosas durante la crisis. (Fuente: "Does Diversification Create Value In The Presence Of External Financing Constraints? Evidence From The 2007-2009 Financial Crisis", Venajit Kuppaswamy y Belen Villalonga, Harvard Business School, 19 de agosto 2011).

252. Además, las empresas enfocadas, totalmente diversificadas, registraron spreads más estrechos de las coberturas de incumplimiento crediticio (credit default swaps) en el período 2004-2010 frente a las empresas menos diversificadas. Esto puso de relieve que los acreedores estaban diferenciando por el riesgo y ofreciendo a estas empresas un acceso más fácil y más barato al capital. (Fuente: "The Power of Diversified Companies During Crises", The Boston Consulting Group y Leipzig Graduate School of Management, enero de 2012).

253. Muchos conglomerados calificados son de un país o región específica, y solamente un pequeño porcentaje son verdaderamente globales. La diferencia es importante en la evaluación de los factores de riesgo macroeconómicos y de país. Los indicadores históricos para cada región, basados en la volatilidad y correlación, reflejan las tendencias regionales que pueden cambiar con el tiempo.

E. Política financiera

1. Accionistas de control

254. El (los) accionista(s) de control -si existen- ejercen una influencia significativa en el perfil de riesgo financiero de la compañía, dada su capacidad de utilizar su control directo o indirecto de las políticas financieras de la empresa para su propio beneficio. Aunque los criterios no asocian la presencia del accionista o accionistas de control a cualquier impacto negativo o positivo predefinido, evaluamos el potencial de las implicaciones a mediano y largo plazo de estas estrategias para la posición crediticia de una empresa. La propiedad a largo plazo -como la que existe en muchas empresas familiares- es a menudo acompañada por disciplina financiera y la renuencia a incurrir en apalancamiento agresivo. Por el contrario, la propiedad de corto plazo -como la que existe en las empresas de capital privado con propiedad a través de un socio financiero- generalmente implica políticas financieras dirigidas a lograr rápidos retornos para los accionistas por lo regular a través de apalancamiento agresivo.

255. Los criterios definen el accionista o accionistas de control como:

- Un accionista privado (individuo o una familia) con participación mayoritaria o de control en el Consejo de Administración;
- Un grupo de accionistas que tengan el control conjunto del Consejo de Administración de la empresa a través de un acuerdo de accionistas. El acuerdo de accionistas podrá ser de carácter exhaustivo o limitado sólo a algunos aspectos financieros, y
- Una empresa de capital privado o un grupo de empresas de capital privado que tengan por lo menos el 40% en una empresa o con el control mayoritario del Consejo de Administración.

256. Una empresa no se considera que tiene un accionista de control, si está listada en algún mercado de valores con más del 50% de los derechos de voto o cuando no hay evidencia de que un accionista o grupo de accionistas ejerza un control 'de facto' sobre una empresa.

257. Las empresas que tienen a gobiernos como sus accionistas de control, o a entidades relacionadas con el gobierno, a fondos de infraestructura y de administración de activos y a sociedades tenedoras diversificadas y conglomerados, se evalúan con otros criterios.

2. Disciplina financiera

a) Influencia del apalancamiento para adquisiciones

258. Las empresas pueden utilizar estrategias de crecimiento más o menos adquisitivas basadas en la dinámica de la industria, los cambios regulatorios, oportunidades de mercado, y otros factores. Consideramos que los equipos de gestión, con estrategias transparentes y disciplinadas de adquisición que sean consistentes con su marco de política financiera, proporcionan un alto grado de visibilidad sobre la evolución proyectada del flujo de efectivo y los indicadores crediticios. Nuestra evaluación toma en cuenta el historial de la administración en términos de su estrategia de adquisición y el impacto correspondiente sobre el perfil de riesgo financiero de la compañía. La evidencia histórica de la tolerancia limitada de la administración respecto a adquisiciones importantes financiadas con deuda proporciona un apoyo significativo al punto de vista de que los indicadores crediticios proyectados no se debilitan significativamente como resultado de la política de adquisiciones de la compañía. Por el contrario, los equipos de administración que persiguen estrategias de adquisición oportunistas, sin parámetros bien definidos, aumentan los riesgos de que el perfil de riesgo financiero de la compañía pueda deteriorarse mucho más allá de nuestras proyecciones.

259. Las políticas de financiamiento de las adquisiciones y el historial de la administración a este respecto también proporcionan una visión significativa en términos de estabilidad los índices crediticios. En los criterios, consideramos la voluntad y capacidad de la administración para movilizar todos los recursos financieros para restaurar la calidad crediticia, tales como la emisión de acciones o la venta de activos, a fin de mitigar el impacto de las adquisiciones considerables sobre las razones crediticias. El marco de la política financiera y la evidencia histórica relacionada son consideraciones claves en nuestra evaluación.

b) Influencia de apalancamiento por políticas de remuneración a los accionistas

260. El enfoque de una empresa para retribuir a sus accionistas demuestra cómo equilibra los intereses de los distintos grupos de interés a través del tiempo. Las empresas que sean coherentes y transparentes en sus políticas de retribución al accionista, y que muestran una disposición a ajustar los retornos de los accionistas para mitigar las condiciones adversas de operación, brindan un mayor apoyo a su calidad crediticia de largo plazo que otras empresas. Por el contrario, las empresas que dan prioridad a retornos de efectivo para los accionistas en los períodos de deterioro económico, operativo o en el desempeño del precio de la acción, pueden socavar significativamente la calidad crediticia de largo plazo y agravar el impacto crediticio de las condiciones adversas de su actividad. En la evaluación de las políticas de remuneración a los accionistas de una empresa, los criterios se centran en la previsibilidad de los planes de retribución al accionista, incluyendo la manera en que una empresa maneja las expectativas de los accionistas, su trayectoria en la ejecución de las políticas de retribución a los accionistas a través del tiempo, y como se comparan los retornos a los accionistas con otras empresas del sector.

261. Las políticas de remuneración a los accionistas que carecen de transparencia o se desvían significativamente de las de otras empresas del sector, introducen un mayor grado de riesgo y de volatilidad y serán evaluados como menos predecibles bajo los criterios. Los dividendos y las políticas de retorno sobre el capital que funcionan principalmente como un medio para distribuir el excedente de capital a los accionistas basados en índices de pago transparentes y estables -después de satisfacer todos los requerimientos de capital y los objetivos de apalancamiento de la empresa, y que respaldan la estabilidad o mejora de los índices de apalancamiento- se consideran como los más favorables para la calidad crediticia de largo plazo.

c) Influencia del apalancamiento por planes con respecto a las decisiones de inversión o estrategias de crecimiento orgánico

262. El proceso mediante el cual una empresa identifica, fondea y ejecuta el crecimiento orgánico, como la expansión en nuevos productos y/o nuevos mercados, puede tener un impacto significativo en su calidad crediticia a largo plazo. Las empresas que tienen una estrategia de crecimiento orgánico, disciplinado, coherente y manejable, así como un historial de ejecución exitosa están mejor posicionadas para seguir atrayendo capitales de terceros y mantener la calidad crediticia a largo plazo. Por el contrario, las compañías que destinan cantidades significativas de capital para proyectos numerosos, no relacionados, grandes y/o complejos, y que a menudo incurren en gastos materiales excesivos respecto del presupuesto original, pueden aumentar significativamente su riesgo crediticio.

263. Los criterios evalúan si las estrategias de crecimiento orgánico de la administración son transparentes, integrales y medibles. Buscamos evaluar los objetivos de crecimiento a mediano y largo plazo de la compañía -incluyendo los fundamentos estratégicos y los riesgos asociados de ejecución-, así como los criterios que utiliza para asignar capital. La asignación efectiva de capital probablemente incluya directrices para la distribución de capital, incluidos los obstáculos para obtener retornos mínimos, el análisis de actividad de la competencia, y la previsión de la demanda. El historial de la compañía proporcionará datos clave para esta evaluación, incluyendo qué tan bien ejecuta proyectos grandes y/o proyectos contra los presupuestos iniciales, los sobrecostos y los plazos.

3. Marco de política financiera

a) Exhaustividad del marco de política financiera

264. Las políticas financieras que están claramente definidas, sin ambigüedades, y que proporcionan un marco ajustado en torno a la conducta de la administración son las más confiables para determinar el perfil de riesgo financiero futuro de un emisor. Evaluamos como consistente con una evaluación favorable, las políticas que sean claras, medibles y bien entendidas por todas las partes interesadas. En consecuencia, el marco de política financiera debe incluir parámetros bien definidos con respecto a la forma en que el emisor gestionará sus estrategias de protección de flujo de efectivo y perfil de apalancamiento de deuda. Esto incluye al menos una limitación clave o combinación de restricciones a las razones financieras (como un límite máximo de deuda a EBITDA) la cual debe ser relevante con respecto a la industria del emisor y/o características de la estructura de capital.

265. Por el contrario, la ausencia de políticas financieras establecidas, políticas que sean vagas o no cuantificables, o la evidencia histórica de variaciones significativas e inesperadas en las metas financieras a largo plazo de la administración, podría contribuir a una evaluación general de una política financiera que no proporciona apoyo.

b) Transparencia de las políticas financieras

266. Evaluamos como objetivos de las políticas financieras que brindan apoyo aquellos que son transparentes y bien entendidos por todas las partes interesadas y los consideramos como que pueden influir en el perfil de riesgo financiero de una empresa a lo largo del tiempo. Por otra parte, las políticas financieras, si existen, que no son comunicadas a las partes interesadas clave y/o donde hay evidencia histórica limitada de respaldo al compromiso de la compañía con estas políticas, no brindan apoyo, en nuestra opinión. Consideramos la variedad de formas en las que una empresa comunica sus objetivos de política financiera, incluyendo declaraciones públicas, materiales de presentación a los inversores, y los comentarios en público.

267. Sin embargo, en algunos casos, una empresa puede articular sus objetivos de política financiera a un número limitado de partes interesadas clave, como sus principales acreedores o las agencias de calificación crediticia. En estos casos, una empresa puede seguir recibiendo una clasificación favorable si evaluamos que existe un historial suficiente (más de tres años) para demostrar su compromiso con los objetivos de política financiera.

c) Viabilidad y sustentabilidad de las políticas financieras

268. Para evaluar que tan alcanzables y sostenibles son las políticas financieras de la empresa, consideramos diversos factores, incluyendo el perfil de riesgo financiero actual e histórico de la entidad, las demandas de sus grupos de interés clave (incluyendo dividendos y expectativas de retorno sobre capital de los accionistas), y la estabilidad de las políticas financieras de la empresa que hemos observado en el tiempo. Si hay pruebas de que la empresa está dispuesta a modificar su marco de política financiera debido a las condiciones adversas de su actividad o a las oportunidades de crecimiento (incluyendo fusiones y adquisiciones), esto podría derivar en una evaluación general como de que no brinda apoyo.

4. Ajustes en las políticas financieras - Ejemplos

269. Ejemplo 1: Una empresa con un moderado apalancamiento acaba de ser vendida a un nuevo socio financiero. El socio financiero no ha apalancado a la empresa y todavía no existe una política financiera establecida. Esperamos que el apalancamiento de deuda aumente al refinanciarse, pero no podemos todavía incorporarlo de manera precisa en nuestras proyecciones.

Resultado probable: Categoría de política financiera FS- 6, lo que implica que esperamos que el nuevo propietario implemente una política financiera agresiva en ausencia de cualquier otra evidencia.

270. Ejemplo 2: Una empresa tiene dos propietarios -una familia posee 75 %, un dueño estratégico tiene el 25 % restante. Aunque la compañía ha proporcionado a Standard & Poor's algunas orientaciones sobre los objetivos financieros de largo plazo, el marco general de la política financiera no está suficientemente estructurado ni compartido con un número suficiente de partes interesadas para ser clasificada como una que brinda apoyo. La historia reciente, sin embargo, no presentó ninguna evidencia de transacciones financieras inesperadas, agresivas y consideramos que el riesgo de eventos es moderado.

Resultado probable: Impacto neutral de la política financiera, incluyendo una evaluación de 'neutral' para la disciplina financiera. Si bien el marco financiero de la compañía no permite tener visibilidad de largo plazo, la evidencia histórica y la estabilidad de la gestión sugieren que el riesgo de eventos no es significativo. La evaluación del marco financiero como que no brinda apoyo, sin embargo, impide que la empresa acceda a una evaluación general de política financiera como positiva, si se cumplieran las condiciones para una disciplina financiera positiva.

271. Ejemplo 3: Una empresa (que no es propiedad de socios financieros) ha declarado objetivos de apalancamiento equivalentes a una evaluación del perfil de riesgo financiero significativo. La compañía continúa haciendo adquisiciones financiadas con deuda aunque se mantiene dentro de sus objetivos de apalancamiento, en el nivel más débil. Nuestras proyecciones se basan esencialmente en las expectativas de que el exceso de flujo de efectivo se utilizará plenamente para financiar fusiones y adquisiciones, o posiblemente para pagar la recompra de acciones, pero que la administración en general se mantendrá dentro de sus objetivos de apalancamiento.

Resultado probable: Impacto de la política financiera neutral. Aunque la administración es bastante agresiva, la empresa se mantiene consistentemente dentro de sus objetivos de política financiera. Consideramos que nuestras proyecciones ofrecen una visión realista de la evolución de los indicadores crediticios de la compañía para los próximos dos años. No es necesario ajustar por riesgo de eventos.

272. Ejemplo 4: Una empresa (no propiedad de un socio financiero) acaba de hacer una adquisición considerable (consistente con su estrategia de negocio de largo plazo) que ha llevado a sus índices crediticios fuera de línea. La administración expresó su compromiso de mejorar rápidamente los indicadores crediticios de nuevo a sus objetivos de largo plazo -que representan un rango aceptable para el SACP- mediante la venta de activos o de una emisión de derechos. Vemos su plan de venta de activos (o emisión de derechos) como realista pero son inciertos el valor y el momento en que se hará. Al mismo tiempo, la administración tiene un marco de políticas financieras que brinda apoyo, una trayectoria positiva de cinco años, y los activos se consideran como muy fácilmente negociables.

Resultado probable: Impacto positivo de la política financiera. Aunque los indicadores crediticios proyectados permanecerán temporalmente deprimidos, ya que no podemos incorporar totalmente las ventas de activos (o emisiones de derechos), debido a la incertidumbre sobre el valor/momento en que se harán, o sin la filtración de información confidencial, el riesgo financiero de la compañía deberá beneficiarse del historial positivo de la administración y de un satisfactorio marco de políticas financieras. El SACP general puede ser mayor que lo que contrariamente indicarían los índices proyectados de forma directa.

273. Ejemplo 5: Una empresa (no propiedad de un socio financiero) tiene índices financieros muy sólidos que la dotan de flexibilidad significativa para realizar fusiones y adquisiciones, en comparación con la política financiera de largo plazo declarada por la administración. Además, el desempeño del precio de sus acciones es algo inferior a la de sus pares más cercanos de la industria. Aunque no tenemos evidencia reciente sobre algún paso de política financiera agresiva, fundamentalmente pensamos que en el largo plazo, la empresa va a terminar usando su flexibilidad financiera cuando se presente la oportunidad correcta para una fusión o adquisición o para realizar retornos en efectivo a sus accionistas.

Resultado probable: Impacto negativo de la política financiera. El riesgo de eventos de largo plazo derivado de las fusiones y adquisiciones no se puede incluir en las proyecciones ni los retornos a los accionistas (recompras de acciones o dividendos extraordinarios) para intentar alinear los índices proyectados con los niveles de política financiera a largo plazo establecidos. Esto se debe a que nuestras proyecciones se basan en supuestos realistas y razonablemente previsibles para el mediano plazo. El perfil de riesgo financiero y el SACP general se ajustarán a la baja, en un nivel o más debido a la evaluación negativa de la política financiera.

F. Glosario de criterios para calificar empresas

Ancla: La combinación de la evaluación del perfil de riesgo del negocio de un emisor y de la evaluación de su perfil de riesgo financiero determina el ancla. Posteriormente, factores adicionales de calificación pueden modificar el ancla para determinar la calificación final o el SACP.

Perfil de activos: Una forma descriptiva para ver los tipos y la calidad de los activos que componen una empresa (los ejemplos pueden incluir activos tangibles frente a activos intangibles, activos que requieren un gran mantenimiento continuo, regular, o reinversión, etc.)

Perfil de riesgo de negocio: Esta medida comprende el riesgo y el potencial retorno de una empresa en el mercado en el que participa, los riesgos país dentro de esos mercados, el clima competitivo, y las ventajas y desventajas competitivas que tiene. Los criterios combinan las evaluaciones para el Análisis de Riesgo de la Industria Corporativa por País (CICRA), y la posición competitiva para determinar la evaluación del perfil de riesgo de negocio de una empresa.

Empresa de uso intensivo de capital: Una empresa que presenta un gran gasto constante de capital a ventas, o un gran monto de depreciación a ventas. Ejemplos de sectores de uso intensivo en capital incluyen la producción y refinación de petróleo, telecomunicaciones y transporte como el ferrocarril y las líneas aéreas.

Efectivo disponible para el pago de la deuda: El efectivo disponible para el pago de la deuda proyectado se define como el cambio neto en efectivo para el período previo a los préstamos de deuda y pago de la deuda. Esto incluye el flujo de efectivo discrecional proyectado ajustado con base en nuestras expectativas de: recompra de acciones, neto de cualquier emisión de acciones, y fusiones y adquisiciones. El flujo de efectivo discrecional se define como el flujo de efectivo de las operaciones menos los gastos de capital y los dividendos totales.

Posición competitiva: Nuestra evaluación sobre: 1) la ventaja competitiva, 2) la eficiencia operativa, y 3) el tamaño, alcance y diversidad, y 4) rentabilidad, de una empresa.

- Ventaja competitiva - Posicionamiento estratégico y atractivo para los clientes de los productos o servicios de la compañía, y la fragilidad o la sustentabilidad de su modelo de negocios.
- Eficiencia operativa - Calidad y flexibilidad de la base de activos de la compañía y su manejo de costos y estructura.
- Tamaño, alcance y diversidad - Concentración o diversificación de las actividades de operación.
- Rentabilidad - Nuestra evaluación tanto del nivel de rentabilidad de la empresa como de la volatilidad de dicha rentabilidad.

Perfil de Grupo de la Posición Competitiva (PGPC): Se utiliza para determinar las ponderaciones que se asignan a los cuatro componentes de la posición competitiva. Mientras que a las industrias se las asigna a uno de seis perfiles, las empresas individuales y subsectores de la industria se pueden clasificar en otro PGPC debido a sus características únicas. Del mismo modo, los factores de riesgo de la industria nacional pueden afectar la ponderación. Los seis PGPCs son los siguientes:

- Enfoque en servicios y productos,
- Enfoque en producto/determinado por el tamaño,
- Enfoque en el capital o en activos,
- Enfoque en productos básicos/determinado por el costo,
- Enfoque en productos básicos/determinado por el tamaño, e
- Industria nacional y servicios públicos

Conglomerado: Empresas que tienen al menos tres segmentos de negocio distintos, cada uno de los cuales contribuye entre el 10% y el 50% del EBITDA o FOCF. Este tipo de empresas se pueden beneficiar de los efectos de diversificación/portafolio.

Accionistas de control: Dueños del capital que pueden influir en las decisiones, con un efecto variable en las operaciones, el apalancamiento, y la retribución a los accionistas, sin ser necesariamente una mayoría de los accionistas.

Análisis de Riesgo de la Industria Corporativa por País (CICRA, por sus siglas en inglés): El resultado de la combinación de la evaluación de riesgo país del emisor y la evaluación de riesgo de la industria.

Deuda coaseguro: Opinión de que la unión conjunta de dos o más empresas cuyos flujos de ingresos están menos que perfectamente correlacionados, reduce el riesgo de incumplimiento de las empresas fusionadas (es decir, el efecto de coaseguro) y por lo tanto aumenta la "capacidad de deuda" o "habilidad de adquirir préstamos" de la empresa combinada. Estas alternativas de financiamiento se volvieron más valiosas durante la crisis.

Margen financiero: Medida de la desviación tolerada en indicadores financieros sin moverse fuera o por encima de una banda previamente designada o límite que se encuentra normalmente en las restricciones financieras (*covenants*) de un préstamo (como en un múltiplo de deuda a EBITDA que coloca una restricción sobre el apalancamiento). Un margen de maniobra significativo permitiría desviaciones mayores.

Perfil de riesgo financiero: El resultado de las decisiones que la administración hace en el contexto de su perfil de riesgo del negocio y de sus tolerancias al riesgo financiero. Esto incluye decisiones acerca de la manera en que la administración busca financiamiento para la empresa y cómo construye su balance. También refleja la relación de los flujos de efectivo que la organización puede alcanzar teniendo en cuenta su perfil de riesgo de negocio, con respecto a sus obligaciones financieras. Los criterios utilizan el análisis de flujo de efectivo/apalancamiento para determinar la evaluación del perfil de riesgo financiero del emisor corporativo.

Socio financiero: Una entidad que sigue una estrategia financiera agresiva utilizando instrumentos tipo deuda y deuda para maximizar la rentabilidad para los accionistas. Normalmente, estos socios venden activos dentro de un corto a mediano plazo. Los socios financieros incluyen las firmas de capital privado, pero no los fondos de infraestructura y de administración de activos que mantienen horizontes de inversión de largo plazo.

Índice de rentabilidad: Comúnmente se mide usando el retorno sobre el capital y los márgenes de EBITDA, pero se puede medir utilizando los índices específicos del sector. En general, calculado en base a un promedio de cinco años, que consta de dos años de datos históricos, y nuestras proyecciones para el año en curso y los dos ejercicios siguientes.

Políticas de remuneración a los accionistas: Planes declarados de la administración para retribuir a sus accionistas (como una recompra de acciones o monto del dividendo, o índices específicos de pago).

Perfil crediticio individual (SACP, por sus siglas en inglés para *stand-alone credit profile*): Opinión de Standard & Poor sobre la calidad crediticia de una emisión o emisor, en ausencia de una intervención o apoyo extraordinarios de su matriz, filial o del gobierno correspondiente, o de otra entidad, como una aseguradora.

Evaluación del riesgo de transferencia y convertibilidad: Opinión de Standard & Poor's sobre la probabilidad de que un soberano restrinja el acceso de entidades no soberanas a las divisas necesarias para cumplir con sus obligaciones del servicio de la deuda.

Afiliada no consolidada: Empresas en las que un emisor tiene una inversión, pero que no se consolidan en sus estados financieros. Por lo tanto, las ganancias y flujos de efectivo de las sociedades en las que se invierte no están incluidos en nuestros indicadores primarios a menos que se reciban dividendos de estas.

Primaria/Logística/Secundaria: Se refiere a la exploración y producción, transporte y almacenamiento, y la refinación y distribución, respectivamente, de los recursos naturales y materias primas (metales, petróleo, gas, etc.).

Volatilidad de la rentabilidad/SER: Basamos la volatilidad de la rentabilidad sobre el error estándar de la regresión (SER) del EBITDA histórico de una empresa. El SER es una medida estadística que estima la desviación en torno de la línea de tendencia con "mejor ajuste". Lo combinamos con un coeficiente de rentabilidad para determinar la evaluación final de la rentabilidad. Solamente calculamos el SER cuando las empresas tienen por lo menos siete años de información histórica anual, para asegurar que los resultados sean relevantes.

Empresas de uso intensivo de capital: En general, una empresa con grandes niveles de capital de trabajo en relación a sus ventas con el fin de cumplir con los cambios estacionales en el capital de trabajo. Ejemplos de sectores de uso intensivo de capital de trabajo incluyen comercio minorista, fabricación de automóviles y bienes de capital.

Estos criterios representan la aplicación específica de los principios fundamentales que definen el riesgo crediticio y las opiniones de calificación. Su uso está determinado por los atributos específicos de una emisión o emisor, así como por la evaluación de Standard & Poor's Ratings Services sobre los riesgos crediticios, y de ser aplicable, los riesgos estructurales para la calificación específica de una emisión o emisor. La metodología y los supuestos pueden cambiar como resultado de condiciones económicas y de mercado, por factores específicos del emisor o emisión, o por nueva evidencia empírica que afecte nuestra evaluación crediticia.

Copyright © 2013 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (en general, S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes de S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P no son responsables de errores u omisiones (por descuido o alguna otra razón), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES DE S&P DENIEGAN TODAS Y CUALQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes de S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros estudios, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (descrito abajo) no son recomendaciones para comprar, mantener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde está registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza actividad de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación asignada en otra jurisdicción para ciertos propósitos regulatorios, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes de S&P no asumen ningún deber u obligación derivado de la asignación, retiro o suspensión de tal reconocimiento así como cualquier responsabilidad respecto de daños en los que presuntamente se incurra como resultado de ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web, www.standardandpoors.com (gratuitos), y www.ratingsdirect.com y www.globalcreditportal.com (por suscripción) y podrían distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.standardandpoors.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P, GLOBAL CREDIT PORTAL y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.