

# Metodología de Calificación de Financiamientos de Gobiernos Locales y Regionales en Países de Mercados Emergentes

## Metodología Específica del Sector

Este informe es una traducción del reporte titulado “*Emerging Market Countries’ Local and Regional Governments’ Specific Securities Rating Criteria*” publicado en Noviembre de 2017

Este reporte de metodología actualiza y reemplaza a la siguiente metodología: Calificación de Financiamientos Subnacionales (Septiembre de 2014)

Fitch espera que la metodología revisada sea aplicada a todas las calificaciones afectadas dentro de un período de seis meses a partir de la fecha de este reporte.

### Investigación Relacionada

[Metodología de Calificación para Deuda del Sector Público Respaldata por Ingreso No Fiscales \(6 de julio de 2017\)](#)

[Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas \(26 de mayo de 2017\)](#)

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(27 de marzo de 2017\)](#)

[Metodología Global de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales, Fuera de Estados Unidos \(18 de abril de 2016\)](#)

### Analistas

*Humberto Pantí*  
+52 81 8399 9152  
[humberto.panti@fitchratings.com](mailto:humberto.panti@fitchratings.com)

*Fernando Mayorga*  
+34 93 323 8407  
[fernando.mayorga@fitchratings.com](mailto:fernando.mayorga@fitchratings.com)

*Alfredo Saucedo*  
+ 51 81 8399 9163  
[alfredo.saucedo@fitchratings.com](mailto:alfredo.saucedo@fitchratings.com)

### Alcance

Este reporte de metodología describe los factores principales considerados por Fitch Ratings para asignar calificaciones en escala nacional a financiamientos específicos respaldados por ingresos afectados o comprometidos de los gobiernos locales y regionales (subnacionales) en mercados emergentes. Los ingresos utilizados para garantizar y priorizar el pago del servicio de la deuda típicamente incluyen transferencias federales u otras transferencias específicas del gobierno central, así como flujos de efectivo derivados de impuestos a la propiedad, de nómina, a la matriculación de vehículos u otros impuestos e ingresos donde la entidad subnacional sigue teniendo la propiedad y el control de dichos ingresos. En su análisis de entidades subnacionales, Fitch considerará los instrumentos de deuda cubiertos por esta metodología como obligaciones financieras dentro de su balance financiero.

Mientras que las fuentes de los flujos de ingresos y las estructuras diseñadas para capturar estos flujos pueden variar de país en país, esta metodología resume los principios necesarios para aplicar una mejora en las calificaciones de los instrumentos de deuda respecto a la calificación riesgo emisor de las entidades subnacionales. A la fecha, esta metodología ha sido aplicada a transacciones en Latinoamérica, principalmente en México. Aplicar esta metodología en otros países presume que Fitch estará satisfecho con que los principios resumidos a continuación pueden ser empleados dentro de marcos legales y regulatorios correspondientes, y se añadirían apéndices para diferenciar lineamientos de escalonamiento en cada país. El escalonamiento típicamente será menor para países altamente calificados donde la calificación a escala nacional converge más cerca de la escala internacional de calificación.

Esta metodología aplica a calificaciones para transacciones nuevas y existentes.

Este reporte de metodología debe ser consultado en conjunto con la metodología maestra, *Metodología Global de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales* o *Metodología de Calificación para Deuda del Sector Público Respaldata por Ingresos No Fiscales* publicada en abril de 2016 y julio de 2017, respectivamente.

### Factores Clave de Calificación

**Riesgo Emisor y Enfoque de Abajo hacia Arriba:** El punto inicial de Fitch es evaluar el perfil crediticio de la entidad subnacional. Posteriormente, el grado de mejora en la calificación que el instrumento de deuda puede recibir por encima de la calificación de la entidad subnacional dependerá de las fortalezas legales y financieras de la estructura de deuda. El nivel de mejora normalmente está limitado a siete subniveles (*notches*) en la escala nacional. El grado potencial de mejora dependerá de la medida en que la estructura logre que los flujos afectados continúen fluyendo para cubrir el servicio de deuda, ante eventos de incumplimiento, insolvencia o estrés financiero por parte de la entidad subnacional

**Análisis de los Ingresos Afectados:** La agencia considera el comportamiento histórico, las tasas de crecimiento de los ingresos derivados de los activos usados para respaldar el servicio

de la deuda, y tanto los componentes como factores que afectan y tienen influencia en el comportamiento de dichos ingresos. Fitch usa supuestos y escenarios de estrés al modelar y hacer proyecciones de los ingresos afectados.

**Fortalezas Estructurales, Financieras y Legales:** Fitch evaluará el convenio de custodia o fideicomiso que separa los flujos de ingresos para cubrir el servicio de la deuda de instrumentos calificados. La mejora en la calificación de estos instrumentos específicos de deuda depende de la capacidad de dichos fideicomisos para aislar y separar los flujos de ingresos de la entidad subnacional.

**Análisis de Coberturas y Mejoras Crediticias:** Las coberturas esperadas del servicio de la deuda y su desempeño se evalúan usando escenarios base y adversos de proyección. Esto se realiza con respecto al comportamiento del activo utilizado como fuente de pago, las estimaciones del servicio de la deuda, las mejoras crediticias y las variables macroeconómicas principales. Entre estas últimas se consideran: las tasas de interés de mercado y las de inflación. Las coberturas del servicio de deuda mínimas se calculan y comparan con pares.

### Enfoque para Calificar Financiamientos Subnacionales

Las calificaciones de calidad crediticia y/o riesgo emisor en la escala nacional asignadas por Fitch evalúan la voluntad y la capacidad de pago de una entidad para cumplir en forma oportuna y total con sus obligaciones financieras, sin considerar ninguna garantía específica, mejoras o subordinación. Cuando un financiamiento específico está en proceso de calificación, esta reflejará la naturaleza propia de dicho instrumento, sus fortalezas jurídico-financieras, y la relación con la calidad crediticia general del emisor subyacente junto con mejoras crediticias, si hubiera.

En general, este enfoque aplica para instrumentos respaldados con ingresos específicos, clasificados por Fitch como ingresos operativos. Los ingresos pueden ser recolectados directamente por la entidad subnacional o por el gobierno nacional y subsecuentemente transferidos a la entidad subnacional. El análisis puede variar si los ingresos utilizados como una fuente de pago están etiquetados para un propósito determinado.

Generalmente las referencias en esta metodología al “emisor” se refiere a una entidad subnacional dado que, para este tipo de estructuras, el emisor es la entidad subnacional. Cuando un emisor es una entidad legal separada o un vehículo de uso especial (*special purpose vehicle, SPV*), Fitch podría basar su análisis en la metodología maestra *Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas*.

### Factores de la Calificación

Para calificar un financiamiento específico, Fitch considera los siguientes factores:

- impacto de la deuda adicional garantizada propuesta sobre la calificación del emisor, si lo hubiera;
- análisis del ingreso afectado como fuente de pago;
- estructura financiera y la protección que proporciona para los tenedores del instrumento;
- coberturas del servicio de la deuda y mejoras de crédito, si hubiera;
- protecciones legales para los acreedores.

En su proceso de calificación, Fitch analiza las características, fortalezas y debilidades de cada factor y no asigna o pondera un peso específico a dichos factores para llegar a una calificación determinada o mejora respecto a la calidad crediticia de la entidad subnacional. Cabe resaltar que aunque algunos de estos factores son interdependientes, si uno de ellos

presenta una debilidad significativa, puede causar que la calificación del financiamiento sea la misma que la calificación riesgo emisor de la entidad, a pesar de presentar fortalezas en otros aspectos.

### Perfil Crediticio y Calificación del Emisor

El análisis de calificación de un instrumento específico empieza con la calificación del emisor determinada por la *Metodología Global de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales*; posteriormente se evalúa si el incremento en el nivel de endeudamiento derivado de un financiamiento nuevo tendrá un impacto considerable en la flexibilidad financiera y el perfil crediticio de la entidad subnacional. Con ese fin, los indicadores principales observados por Fitch son el endeudamiento relativo y la relación de la sostenibilidad del servicio de la deuda respecto a los ingresos corrientes y el balance operativo/corriente. Dichos indicadores son analizados basados en los ingresos históricos y proyectados.

La calificación del emisor es el punto de partida para determinar la del instrumento de deuda mejorado. Al evaluar dos instrumentos financieros de emisores diferentes con fortalezas y características similares en sus estructuras legales y financieras, las calificaciones de los instrumentos pueden variar dependiendo del perfil crediticio general de cada emisor. En este sentido, la calificación del emisor captura los fundamentos crediticios de la entidad subnacional y su capacidad de pago. La calificación del instrumento de deuda adicionalmente captura las características estructurales que ayudan a proteger y separar los fondos suficientes para hacer frente al servicio de la deuda, por lo tanto, dichas mejoras mitigan el riesgo de incumplimiento del emisor.

Otro factor que apoya el enfoque de vinculación de calificaciones de Fitch son las obligaciones de hacer que los emisores tienen bajo los contratos de los instrumentos de deuda, especialmente aquellas relacionadas con que el emisor cumpla con las métricas de desempeño fiscal y limitan los niveles de deuda. Usualmente, las estructuras analizadas por Fitch incorporan eventos preventivos, o de aceleración en el pago de la deuda, ligados al perfil crediticio de la entidad subnacional y su voluntad de pago.

### Análisis de los Flujos de Ingresos Afectados

Fitch solicita información mensual de por lo menos los últimos 5 años en la recaudación de impuestos o ingresos derivados del activo que se afectará como fuente de pago. Las tasas de crecimiento en términos nominales y reales para diferentes períodos son evaluados y se hacen proyecciones considerando escenarios descritos en la sección *Coberturas y Mejoras Crediticias*. Se analizan los ingresos, sus componentes, estructura e infraestructura de recaudación. De manera importante, Fitch evalúa los riesgos políticos relacionados con posibles cambios en las bases de los ingresos y los factores mitigantes que han sido establecidos en los documentos de estructura, como la creación de reservas adicionales, reemplazo de activos, y eventos o detonantes que deriven en una amortización anticipada del balance de la deuda. Estos riesgos políticos vinculan las calificaciones de los instrumentos de los subnacionales a las calificaciones generales de dichas entidades.

En el proceso de análisis, Fitch evalúa el historial de información respecto a los ingresos afectados y las variables que inciden en su crecimiento (registro de contribuyentes, tasas impositivas, fuentes de cobro, previsibilidad y base legal de las transferencias). Además, el grado de confiabilidad de la información histórica es muy importante. Para ese propósito, la gran mayoría de los emisores validan dicha información mediante servicios ofrecidos por reconocidos despachos de auditoría externa. Esto también aplica a proyecciones de ingresos

proporcionadas por el emisor. Fitch revisa las proyecciones de los emisores durante el análisis, pero dicha información no reemplaza los escenarios internos de estrés, desarrollados y aplicados por Fitch.

Los ingresos de las entidades subnacionales en mercados emergentes utilizados más comúnmente para respaldar el servicio de la deuda de los financiamientos son impuestos, derechos e ingresos recolectados centralmente y transferidos desde niveles superiores de gobierno. Fitch analiza cuidadosamente la estructura y afectación de los ingresos hacia estos instrumentos de deuda dado que la entidad subnacional tiene el derecho exclusivo de recolectar y recibir dichos ingresos (impuestos y derechos). La afectación de los ingresos debe asegurar la separación apropiada de las operaciones del emisor ya que implementar transacciones de venta real por el subnacional típicamente no es posible. Los gobiernos subnacionales realizan una afectación de recursos para el instrumento, así como alguna forma de mecanismo de custodia para impedir la interrupción o redirección de flujos de efectivo afectados para el servicio de la deuda de dichos instrumentos. Fitch evalúa los riesgos políticos de interrupción, retraso o redirección. La demostración de las características de irrevocabilidad y las notificaciones de afectación de los ingresos son características que tienen un impacto favorable en la calificación del instrumento de deuda.

Además, si hubiera una interrupción de la fuente de ingreso o cualquier clase de problema operativo no esperado con el fideicomiso u otra forma de mecanismo de custodia, la obligación de cubrir déficits de ingreso con otros recursos recae en la entidad subnacional. Los acreedores también pueden retener un recurso legal con las entidades subnacionales. Por lo tanto, las transacciones tienen recurso doble, a los ingresos afectados mediante el fideicomiso y también al subnacional responsable del servicio de la deuda si los ingresos afectados son insuficientes.

Al analizar la calificación de un financiamiento, si Fitch espera que, dada la volatilidad de los ingresos afectados o el nivel alto de apalancamiento de la estructura, otros recursos de la entidad subnacional serán necesarios para evitar un incumplimiento o completar el servicio de la deuda, el financiamiento será calificado en el mismo nivel que el emisor subnacional. Como se ha señalado, los ingresos afectados cubiertos bajo esta metodología (generalmente recolectados de manera central, transferidos por el gobierno nacional y segregados bajo el mecanismo de custodia) son considerados ingresos disponibles o no restringidos de la entidad subnacional dado que su uso no ha sido etiquetado para algún otro propósito.

En contraste, los gobiernos de niveles superiores pueden etiquetar un ingreso determinado o flujo de recursos para propósitos específicos, como servicio de la deuda de financiamientos para proyectos de inversión específicos. El gobierno de nivel superior puede destinar dichos ingresos a cuentas separadas alterables solamente con el consentimiento y control del gobierno de nivel superior y los asigna solamente para ese propósito. En tal caso, el punto de referencia para calificar los instrumentos de deuda es la calificación de la entidad de nivel superior.

### **Estructura del Financiamiento**

Fitch revisa las características y tipo de deuda que la entidad pretende tomar (por ejemplo, la prioridad con otros compromisos financieros, subordinación, etc.), denominación de la deuda (moneda local, ligada a la inflación o algún otro índice), tasa de interés (fija o variable), uso de coberturas de tasas de interés o derivados, así como el perfil de amortización. El análisis del financiamiento en cuestión también incluye la evaluación de la aplicación de los recursos crediticios que, en la mayoría de los casos, es financiar infraestructura pública. El detalle y

aplicación de dichos recursos son factores que Fitch también toma en cuenta ya que la ley puede requerir que se dedique a propósitos específicos.

Desde una perspectiva operativa y financiera, un elemento esencial en el análisis de Fitch es la revisión del fideicomiso u otros mecanismos de custodia utilizados para respaldar o pagar directamente el servicio de la deuda. Fitch revisa el flujo y/o cascada de fondos que pasarán por el fideicomiso, la segregación en subcuentas, la creación y el mantenimiento de fondos de reserva, las obligaciones de hacer y no hacer (*covenants*) por parte del fideicomitente, las responsabilidades y obligaciones del fiduciario y, en general, todos los factores que proporcionan mayor certeza financiera a los acreedores y/o inversionistas.

La gráfica *Flujo de Ingresos Afectados* muestra la estructura típica del fideicomiso. Los recursos afectados son transferidos a la cuenta del fideicomiso, luego se segregan a cada cuenta de intereses, capital y fondo de reserva, para llevar a cabo el servicio de la deuda. Finalmente, si permanecen flujos en exceso o remanentes, dichos ingresos son transferidos al emisor.

En cuanto a las obligaciones de hacer y no hacer que se establecen en el fideicomiso y documentos del financiamiento, Fitch hace énfasis especial en los efectos que las obligaciones relacionadas al

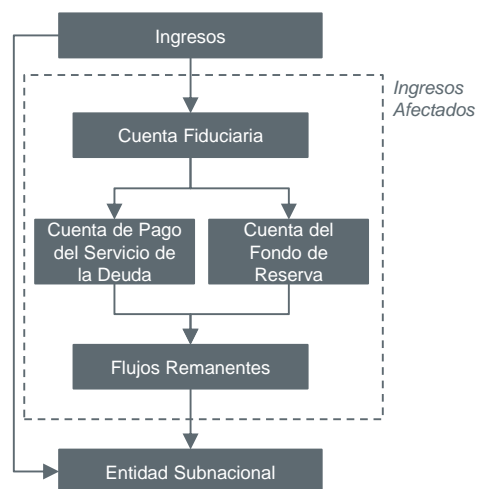
endeudamiento y desempeño presupuestal pueden tener en la calificación de la entidad subnacional. Además de la típica obligación para mantener una cobertura natural superior a un mínimo determinado en la estructura, otros indicadores establecen máximos en el nivel de endeudamiento y servicio de la deuda respecto a los ingresos totales o corrientes de la entidad, por mencionar algunos ejemplos. Fitch evalúa el desempeño histórico y proyectado de las métricas financieras relativas a los límites de activación establecidos por las obligaciones financieras.

Fitch evalúa los efectos de incumplimiento de las obligaciones de hacer y no hacer sobre la estructura crediticia y en la calificación del financiamiento, así como el impacto posible sobre el perfil crediticio del emisor y su calificación, particularmente, si hay provisiones o cláusulas de incumplimiento cruzado. Aunque la estructura que apoya el financiamiento es fortalecida con fondos adicionales de reserva, la restricción de flujos de efectivo que fluirían, de otra manera, a la entidad subnacional podrían resultar en presión sobre sus calificaciones ya que la entidad puede buscar refinanciar o reestructurar su deuda. Esa presión podría reducir la calificación de la entidad subnacional, lo cual también reduciría la calificación del financiamiento específico vinculado a esta misma entidad.

### Coberturas y Mejoras Crediticias

El análisis de las coberturas del servicio de la deuda hecho por Fitch consiste en la aplicación de varios escenarios adversos de proyección, en relación con el comportamiento del activo utilizado como fuente de pago, el servicio de la deuda del financiamiento considerando sus

**Flujo de Ingresos Afectados**



Fuente: Fitch

características contractuales y las variables macroeconómicas principales (como tasas de interés e inflación). El desarrollo y uso de escenarios es dinámico y depende de las perspectivas económicas y financieras en cada país.

### **Caso Base, Caso de Calificación y Sensibilidades Adicionales**

Fitch evaluará un escenario en donde las coberturas del servicio de la deuda sirvan como el caso esperado de la agencia en el ambiente macro-económico actual. Este caso sirve como el “caso base” y punto de partida del análisis de sensibilidad. El “caso de calificación” consistirá en un escenario a lo largo del ciclo que incorpore una combinación de estreses de los ingresos afectados y del servicio de la deuda, como se describe a continuación. Estos estreses se componen principalmente por referencia a eventos históricos, análisis de los pares y expectativas de Fitch para el futuro. Estos pueden incorporar un escenario particular de eventos en los que los ingresos afectados y el financiamiento sean particularmente vulnerables, como una desaceleración en la actividad económica o los efectos de la inflación sobre el desempeño de los ingresos afectados o volatilidad de moneda y tasa de interés.

El caso de calificación revelará niveles y cambios en las coberturas del servicio de deuda y el uso de reservas, contrastado con el caso base que es consistente con una calificación estable mediante ese estrés. Como sensibilidad adicional, los analistas también pueden usar variables adicionales para probar un escenario de equilibrio que determine el nivel máximo de estrés que puede ser aplicado a una variable sin un incumplimiento sobre un instrumento calificado.

Al analizar los instrumentos de deuda en estructuras que demuestran métricas robustas de cobertura, Fitch usualmente limita la mejora para la calificación del instrumento de deuda hasta cuatro niveles (*notches*) por encima de la calificación del emisor. Vea el *Apéndice 1*. Ante fuertes coberturas, Fitch generalmente espera que los ingresos afectados sean suficientes y no requieran usar los fondos de reserva para cubrir los pagos del servicio de la deuda conforme a su escenario “caso de calificación”. Igualar la calificación del instrumento de deuda a la calificación del emisor podría ser posible si las coberturas son muy bajas en el escenario base ( $DSCR < 1.0x$ ) que indica que el emisor necesitará añadir su propio respaldo al financiamiento.

Generalmente, a un financiamiento considerado con una evaluación de atributos fuertes, según el Apéndice 1, se le puede asignar una calificación que sea 3 a 4 niveles por encima de la calificación del emisor. Una mezcla de evaluación de atributos fuertes y de rango medio apoyaría una calificación que sea 2 a 3 niveles de elevación. Que algunos atributos se juzguen débiles sugeriría una calificación que sea 1 a 2 niveles por encima de la calificación del emisor.

En sus escenarios de estrés, Fitch no considera otros flujos de efectivo que podría provenir de otros recursos a los que un subnacional tenga acceso. La disponibilidad de esos otros ingresos es restringida por la calificación de emisor de la entidad y no puede proporcionar una base para cualquier mejora. Conforme a situaciones de mayor estrés que lo esperado, es probable que un emisor simplemente busque reestructurar/refinanciar los valores específicos en lugar de dar acceso al acreedor a ingresos adicionales actuales del subnacional. La mayoría de las estructuras analizadas por Fitch son de transferencia (*pass-through*), donde cualquier exceso de efectivo, después de pagar la deuda, es transferido por el fiduciario al emisor subnacional y usualmente usado por el subnacional para propósitos operativos. En un escenario de alto estrés, Fitch considera que dichos flujos de efectivo no existirían y que habría poco incentivo para reasignar los escasos recursos adicionales.

La agencia también evalúa mejoras crediticias adicionales que los financiamientos de deuda pueden tener, lo que podría extender la mejora de la calificación del financiamiento por encima

de cuatro niveles. Ejemplos de dichos instrumentos o estructuras incluyen el uso de garantías parciales de pago oportunas (*partial timely payment guarantees, PTPG por sus siglas en inglés*), proporcionadas por terceros, fideicomisos alternativos y la inclusión de reservas sustanciales de liquidez, entre otros. Cuando dichas mejoras son incorporadas, el escalonamiento adicional tiene un rango de 1 a 3 niveles, dependiendo de las fortalezas de las mejoras y meses de pago oportuno del servicio de la deuda que dichas mejoras proporcionen; asumiendo que la primera línea de defensa del instrumento (evaluado por el Apéndice) se haya agotado o interrumpido.

La naturaleza y términos de un PTPG puede variar, pero Fitch evalúa la presencia de los siguientes elementos clave para proporcionar una mejora adicional a la calificación de un financiamiento:

- el reembolso de cualquier disposición sobre un PTPG debe estar subordinado a los pagos del servicio de la deuda sobre los financiamientos;
- el PTPG debe tener una vigencia al menos igual a la vigencia de los financiamientos beneficiados por el PTPG;
- se puede hacer el reembolso del PTPG de los recursos futuros excedentes sobre el servicio de la deuda del instrumento; si el reembolso no reabastece el saldo disponible del PTPG, el saldo restante será usado para determinar la mejora en niveles por encima de la calificación de la entidad subnacional;
- la puntualidad de un pago dentro del esquema del PTPG será evaluada para asegurar que las disposiciones puedan ocurrir antes de la falta de pago de los financiamientos afectados;
- si es proporcionado por un tercero, como una institución financiera, dicho proveedor debe tener una calificación crediticia de al menos el nivel de calificación del financiamiento en cuestión.

La mejora proporcionada por un PTPG o una reserva sustancial de liquidez se basará en la cantidad de capacidad adicional del servicio de deuda proporcionada por dichas mejoras:

- Hasta 18 meses de capacidad adicional del servicio de la deuda extenderán un nivel de mejora adicional
- De 18 a 30 meses de capacidad adicional de servicio de la deuda extenderán una mejora adicional de dos niveles.
- Más de 30 meses de capacidad adicional de servicio de la deuda extenderán una mejora adicional de tres niveles.

### Consideraciones Legales

La información de carácter legal analizada por Fitch incluye las leyes y reglamentos aplicables en deuda pública; decreto y/o acuerdo de autorización para tomar deuda, autorización legal para afectar recursos para el pago del servicio de la deuda y constituir fideicomisos o mecanismos de custodia para retener los recursos afectados; contrato de crédito y/o títulos de emisión; contrato de fideicomiso; instrucciones irrevocables para afectar recursos y direccionar ingresos al fideicomiso, acuerdo de derivados o coberturas de tasa de interés, entre otros documentos que serían particulares para una transacción.

Desde un punto de vista legal, el fideicomiso o mecanismo de custodia es un ejemplo de estructura que proporciona seguridad jurídica a los acreedores e inversionistas; con el cual, ante eventos de incumplimiento o insolvencia de un emisor subnacional, se separan los ingresos afectados de otros acreedores y del manejo operativo de la entidad subnacional. De esta manera se establece un mecanismo ágil y transparente para la recepción adecuada, conservación en su caso, destino y distribución de los recursos que serán usados para

priorizar y cubrir el servicio de la deuda de manera oportuna, sin acción adicional de la entidad subnacional. Desde el punto de vista de Fitch, la estructura del fideicomiso y la afectación irrevocable de recursos al mismo, establecen incentivos robustos que mitigan considerablemente el riesgo de incumplimiento por parte de la entidad subnacional.

En la revisión de Fitch, las características irrevocables de las estructuras y acciones tomadas por la entidad subnacional para afectar legalmente sus ingresos como fuente de pago de los instrumentos de deuda, así como el lenguaje legal utilizado en los documentos para proteger a los inversionistas y acreedores de acciones que puedan afectar el desempeño de los activos de respaldo, son los factores principales evaluados para aplicar efectivamente un enfoque de abajo hacia arriba en la calificación de los financiamientos. Fitch considera que dichas características de irrevocabilidad son una protección importante contra riesgos políticos, como agendas políticas cambiantes, cambios de administración y gobierno, y algunos riesgos financieros como presiones de liquidez de corto plazo.

Para evaluar la fortaleza jurídica de los financiamientos Fitch se apoya en los servicios de despachos legales de prestigio reconocido, que se han especializado en asuntos de financiamiento subnacional en los países donde se aplica la metodología. La revisión legal externa y opinión, realizada para cada transacción, consiste en la revisión de toda la documentación relacionada con la estructura, seguridad y el marco institucional sobre endeudamiento subnacional para evaluar el cumplimiento con la regulación, la exigibilidad de los términos acordados, y las características de irrevocabilidad. Desde la perspectiva de Fitch, el análisis legal es clave durante el proceso inicial de calificación y en el monitoreo subsecuente.

A pesar de lo mencionado, una posible contingencia que las estructuras de financiamiento del subnacional enfrentan es el riesgo político. Este tipo de riesgo puede ser visto en entidades subnacionales con un desempeño presupuestal débil, prácticas administrativas deficientes o con incertidumbre en gobernanza. Algunos factores que ocasionarían que las futuras administraciones tengan cuestionamientos de la afectación de los ingresos y los mecanismos de custodia para aislar dichos ingresos son la complejidad del marco legal, el cumplimiento del estado de derecho y el período de tiempo significativo para resolver las disputas legales. Sin embargo, estos riesgos son incorporados en el reporte de marco institucional para entidades subnacionales de cada país en específico, que Fitch publica regularmente y usa para asignar calificaciones de riesgo emisor; y también puede conducir a que Fitch aplique de manera más conservadora la mejora de subniveles en las calificaciones de los financiamientos.

### Variaciones en las Metodologías

La metodología de Fitch está diseñada para ser usada en conjunto con la opinión analítica experimentada ejercida mediante un proceso de comité. La combinación de metodologías transparentes, un juicio analítico aplicado sobre una base de transacción por transacción o emisor por emisor y la divulgación total a través de comentarios de calificación fortalece el proceso de calificación de Fitch. Lo anterior ayuda a los participantes de mercado a entender el análisis detrás de las calificaciones emitidas por la agencia.

Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de estas metodologías para reflejar los riesgos de una transacción o entidad específica. Dichos ajustes se llaman variaciones. Todas las variaciones serán divulgadas en los comunicados de acción de calificación e incluirán su impacto sobre la calificación donde sea apropiado.

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificaciones cuando el riesgo, característica u otro factor relevante para la asignación de una calificación y la metodología



aplicada a este, estén incluidos dentro del alcance de la metodología, pero cuando el análisis descrito en la metodología requiera modificación para tratar factores específicos para la transacción o entidad particular.

### Fuentes de Datos

Los supuestos de metodología, análisis y decisiones de calificación de Fitch se basan en la información relevante disponible para sus analistas. Las fuentes de información son el emisor y/o el obligado, el dominio público y el asesor financiero, si un asesor financiero ha sido contratado. Esto incluye la información relevante disponible públicamente sobre el emisor, como estados financieros y presentaciones regulatorias. Fitch también usa pronósticos de sus reportes de perspectivas económicas globales y del equipo de riesgo soberano para construir supuestos y escenarios macroeconómicos. El proceso de calificación puede incorporar información proporcionada por otras fuentes terceras. Si esta información es relevante para la calificación, la acción específica de calificación divulgará la fuente.

Los supuestos e información clave de calificación usados para el desarrollo de estas metodologías incluyen el análisis de las operaciones, documentos y opiniones legales de varias operaciones ejecutadas principalmente en México, también de conversación con emisores, asesores financieros, inversionistas, banqueros y autoridades nacionales.

### Limitaciones

Las calificaciones, incluyendo Observaciones (*Rating Watches*) y Perspectivas, asignadas por Fitch están sujetas a las limitaciones especificadas en las Definiciones de Calificaciones de Fitch y disponibles en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

### Sensibilidades de la Calificación

Las calificaciones de los financiamientos están vinculadas a la calificación del emisor. Cualquier movimiento en la calificación del emisor podría cambiar la calificación del financiamiento en la misma dirección.

Cualquier mejora adicional robusta que busque disminuir la probabilidad de un incumplimiento de los financiamientos podría mejorar la calificación de los mismos.

Cualquier violación en las obligaciones de hacer y no hacer establecidas en los documentos de transacción que pueda aumentar la probabilidad de un incumplimiento o impactar el perfil crediticio del subnacional podría resultar en una disminución de la calificación del financiamiento. La restricción de flujos de efectivo derivada de una violación de las obligaciones financieras que de otra manera fluirían al subnacional puede resultar en presión sobre sus propias calificaciones, ya que el subnacional puede buscar refinanciar o reestructurar su deuda. Esa presión podría reducir la calificación riesgo emisor del subnacional, lo cual afectaría también la del financiamiento específico con el que está vinculada.

Apéndice

Lineamiento del Escalonamiento para Valores Específicos de Subnacionales

	Análisis de Activos Afectados	Estructura, Fortalezas Financieras y Legales				Análisis de Coberturas
	Desempeño de activos	Fundamentos Legales	Vehículo de Uso Especial (SPV)	Cobertura de Riesgo de Tasa de Interés	Fondo de Reserva	Cobertura de Servicio de la deuda ( <i>Debt Service Coverage, DSCR</i> )
<p><b>Atributos Fuertes</b> (Nivel más amplio de mejora en 3 a 4 subniveles)</p>	<p>Estabilidad en el desempeño de los activos, comportamiento adecuado conforme a ciclos económicos de recesión. Tasas históricas de crecimiento por encima del crecimiento del PIB.</p>	<p>Fundamento jurídico robusto. La opinión legal externa concluye la transacción pleno cumplimiento con las regulaciones locales, exigibilidad de los términos acordados y características de irrevocabilidad.</p>	<p>Los ingresos afectados son divididos en un fideicomiso u otro arreglo de custodia que son suficientes para asegurar los pagos completos y oportunos del servicio de la deuda. Fiduciario con las mejores prácticas del mercado, y con perfil fuerte de contraparte y de calificación a escala fiduciaria, vinculado con instituciones financieras calificadas AAA a escala nacional.</p>	<p>Obligación de tasa de interés fija, ya sea explícita o mediante el uso obligatorio de derivados (límites de tasa de interés o permutas financieras), de contrapartes cuyas calificaciones sean adecuadas para la calificación de los valores respectivos.</p>	<p>Fondos robustos de reserva que reducen los riesgos de liquidez y la probabilidad de usarlos es reducida.</p>	<p>DSCR alta en el escenario de caso de calificación (<math>DSCR &gt; 2x</math>).</p>
<p><b>Atributos de Rango Medio</b> (Nivel moderado de mejora en 2 a 3 subniveles)</p>	<p>Desempeño de activos relacionado estrechamente con los ciclos económicos.</p>	<p>Base legal sólida. La opinión legal externa puede mostrar algunos indicadores o contingencias.</p>	<p>Los ingresos de garantía son divididos en un fideicomiso u otro arreglo de custodia. Los fondos en estos vehículos son suficientes para satisfacer el servicio de la deuda. Fiduciario con precedentes históricos de riesgo operativo.</p>	<p>Exposición a tasas variables de interés. Uso no obligatorio de derivados, de contrapartes cuyas calificaciones están acordes con la calificación de los valores respectivos.</p>	<p>Fondos moderados de reserva que reducen los riesgos de liquidez y la probabilidad de usarlos es reducida.</p>	<p>DSCR moderada en el escenario de caso de calificación (<math>1x &gt; DSCR &lt; 2x</math>)</p>
<p><b>Atributos Débiles</b> (Sin mejora o mejora limitada en 1 o 2 subniveles)</p>	<p>Desempeño de activos incierto conforme a escenarios económicos adversos.</p>	<p>Base legal débil, los documentos financieros podrían presentar inconsistencias. La administración del emisor experimenta riesgo político alto.</p>	<p>Ingresos afectados separados en un arreglo de custodia más débil. Los fondos pueden no ser suficientes para satisfacer el servicio de la deuda conforme a escenarios adversos y se puede solicitar a la entidad subnacional que proporcione recursos adicionales.</p>		<p>Fondos nulos de reserva.</p>	<p>DSCR baja en el escenario de caso de calificación (<math>DSCR &lt; 1x</math>)</p>

Nota: Mientras que la elevación máxima sobre la calificación de un emisor típicamente no excederá cuatro niveles en la escala nacional de calificación, el escalonamiento más amplio puede ser aplicado si el emisor entra en una falta de pago técnica que, en la opinión de Fitch, sea temporal y no afecte los ingresos usados para garantizar el instrumento de deuda. Además, el escalonamiento típicamente será más estrecho para países de mayor calificación donde la escala de calificación nacional converge más cerca a la escala internacional.

Fuente: Fitch Ratings.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y EXENCIONES DE RESPONSABILIDAD. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y EXENCIONES DE RESPONSABILIDAD SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN EL SITIO WEB PÚBLICO DE LA AGENCIA [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS PUBLICADAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH Y LAS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS DE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, CORTAFUEGOS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO PERMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A SUS TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE ESTE SERVICIO PARA CALIFICACIONES PARA LAS QUE EL ANALISTA LÍDER SE BASE EN UNA ENTIDAD REGISTRADA EN LA UE SE PUEDEN ENCONTRAR EN LA PÁGINA DE RESUMEN DE LA ENTIDAD PARA ESTE EMISOR EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2014 por *Fitch Ratings, Inc.* y *Fitch Ratings, Ltd.* y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en la información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de esa información de fuentes independientes, en la medida en la que dichas fuentes se encuentren disponibles para un valor dado o en una determinada jurisdicción. La forma en la que Fitch lleve a cabo la investigación fáctica de Fitch y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y su emisor, los requisitos y las prácticas en la jurisdicción en la que el valor calificado se ofrece y se vende y coloca la emisión y/o donde se encuentra el emisor, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes de ingeniería, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto al valor particular o en la jurisdicción particular del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni ninguna verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe basarse en el trabajo de expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente con una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de cualquier verificación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna declaración o garantía de ninguna clase. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un valor. Esta opinión se basa en criterios y metodologías establecidos que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto del trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a riesgos distintos al riesgo crediticio, a menos de que dichos riesgo sea mencionado específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados para propósitos de contacto solamente. Un informe que proporcione una calificación de Fitch no es ni un prospecto ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversionistas por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los valores. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoría de inversión de ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier valor. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier valor para un inversionista particular, o la naturaleza de exención fiscal o gravabilidad de los pagos efectuados en relación a cualquier valor. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros obligados y colocadores por calificar valores. Dichos honorarios generalmente varían desde USD\$1,000 a USD\$750,000 (o el equivalente aplicable de moneda) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD\$10,000 y USD1,500,000 (u o el equivalente aplicable de moneda). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en relación con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de valores de Estados Unidos, la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 ("*Financial Services and Markets Act of 2000*") de Gran Bretaña o las leyes de valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, la investigación de Fitch puede estar disponible hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de impresión.