

# Calificación de Financiamientos Subnacionales

Gobiernos Locales y Regionales en Países de Mercados Emergentes

Metodología Específica de Calificación

Este informe es una traducción del reporte titulado “*Rating Specific Securities of Subnationals*”, publicado el 10 de septiembre de 2014.

## Reportes Relacionados

[Metodología de Calificación de Entidades Públicas Respaldadas por Ingresos No Fiscales. \(Julio 2014\)](#)

[Metodología Global de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Fuera de los EE.UU. \(Julio 2014\)](#)

[Metodología de Calificación de Entidades Respaldadas por Ingresos Fiscales. \(Agosto 2012\)](#)

## Analistas

Humberto Panti  
+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 9100  
[alfredo.saucedo@fitchratings.com](mailto:alfredo.saucedo@fitchratings.com)

## Alcance

Este reporte de metodología describe los principales factores considerados por Fitch Ratings para asignar calificaciones en la escala nacional a financiamientos específicos respaldados por ingresos afectados o comprometidos por gobiernos locales y regionales (subnacionales) en mercados emergentes alrededor del mundo, donde el emisor de dichos instrumentos es la entidad subnacional. Los ingresos utilizados para asegurar y darle prioridad al servicio de la deuda son principalmente ingresos federales u otras transferencias del gobierno nacional, así como flujos de ingresos derivados impuestos a la propiedad, impuesto sobre nóminas o al ingreso, impuestos por matrícula de vehículos, u otro tipo de impuestos y derechos donde la entidad subnacional continúa teniendo la propiedad y el control de dichos ingresos. En su análisis de entidades subnacionales, los diversos instrumentos de deuda cubiertos por esta metodología son generalmente considerados por Fitch obligaciones dentro del Balance Financiero de dichas entidades. Los principales factores a evaluar incluyen el perfil crediticio del emisor, el análisis de los ingresos afectados como fuente de pago, el análisis financiero y legal de las estructuras de financiamiento, las coberturas del servicio de la deuda, y las mejoras crediticias.

Si bien las fuentes de flujos de ingresos y las estructuras diseñadas para capturar estos flujos pueden variar de país a país, esta metodología resume los principios necesarios para poder aplicar una mejora en las calificaciones de los instrumentos de deuda respecto a la calificación riesgo emisor de las entidades subnacionales. Hasta ahora, esta metodología ha sido principalmente aplicada en un número importante de transacciones en México. Para poder aplicarla en otros lugares Fitch deberá estar satisfecho en que los principios y factores mencionados pueden ser aplicados en apego al marco institucional y regulatorio de los determinados países.

Este reporte debe ser consultado en conjunción con la metodología maestra titulada “*Tax-Supported Rating Criteria*”, publicada en agosto 14, 2012, ó “*Revenue-Supported Rating Criteria*”, publicada en junio 16, 2014. También es recomendable consultar el reporte de “Marco Institucional para Subnacionales”, que generalmente Fitch publica para cada país en donde el instrumento de deuda es generado.

No todos los factores descritos en este reporte son aplicables a cada calificación asignada o cada acción de calificación adoptada. En cada nota de prensa o reporte individual se comentarán los factores más relevantes que motivan esa acción de calificación crediticia.

## Factores Determinantes de Calificación

**Riesgo Emisor y Enfoque de Abajo hacia Arriba:** El punto de partida de Fitch consiste en evaluar el perfil crediticio del emisor subnacional. Subsecuentemente, el grado de mejora en la calificación que el instrumento de deuda puede recibir sobre la calificación nacional del subnacional dependerá de las fortalezas legales y financieras de la estructura financiera. El nivel de mejora generalmente está limitado a seis subniveles (*notches*) en la escala nacional (Ver Anexo 1). El grado de potencial de mejora dependerá del grado 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:** El comportamiento histórico y las tasas de crecimiento de los ingresos derivados de los activos utilizados para respaldar el servicio de la deuda, son cuidadosamente analizados, así como los componentes y factores que afectan y tienen influencia en el comportamiento del ingreso. Fitch utiliza supuestos conservadores y escenarios de estrés al modelar y hacer proyecciones sobre los ingresos afectados.

**Fortalezas Estructurales, Financieras y Legales:** Fitch analizará el convenio de custodia o fideicomiso, a través del cual se segregan los flujos de ingresos para cubrir el servicio de la deuda de los instrumentos calificados. La mejora en calificación en su caso para los instrumentos de deuda, dependerá de la capacidad relativa de dichos fideicomisos para aislar y separar los flujos de ingresos de la entidad subnacional. Fitch también considera la naturaleza de la fuente de ingresos, así como el desempeño esperado de los recursos afectados ante escenarios adversos (para calcular las coberturas del servicio de la deuda).

**Análisis de Coberturas y Mejoras Crediticias:** Fitch estresa el comportamiento de las coberturas del servicio de la deuda utilizando escenarios de proyección conservadores y adversos; lo anterior en relación al comportamiento del activo utilizado como fuente de pago, las estimaciones del servicio de la deuda, las mejoras crediticias, y las principales variables macroeconómicas del mercado como las tasas de interés y de inflación. Fitch calcula coberturas del servicio de la deuda mínimas y realiza un análisis comparativo con otras estructuras similares calificadas.

## 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 capacidad de pago de una entidad para cumplir en forma oportuna y total con sus obligaciones financieras, sin considerar garantía específica o subordinación alguna; evaluando por tanto el riesgo quirografario de dicha entidad. Adicionalmente, Fitch califica en forma específica los instrumentos financieros con un potencial de mejora respecto a la calificación del emisor dependiendo de las mejoras crediticias. Cuando un financiamiento es calificado en forma específica, su calificación refleja la naturaleza propia de dicho instrumento considerando sus fortalezas jurídico-financieras, así como la relación con la calidad crediticia general del emisor subyacente.

En general, este enfoque aplica a instrumentos respaldados con ingresos específicos, donde dichos ingresos son directamente recolectados 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 fuente de pago tienen un destino específico o están etiquetados para un determinado propósito.

En esta metodología, “el emisor” generalmente se refiere a la entidad subnacional, dado que para este tipo de estructuras, el emisor es la entidad subnacional, y no una entidad legal independiente o un vehículo de propósito específico (SPV, por sus siglas en inglés).

## Factores de Calificación

Para calificar un financiamiento en forma específica, Fitch considera los siguientes factores:

- Impacto de la deuda adicional propuesta en la calificación del emisor, en su caso;
- Análisis de los ingresos afectados como fuente de pago;
- Estructura financiera, y la protección que provee a los tenedores del instrumento;
- Coberturas del servicio de la deuda y mejoras crediticias;
- Protecciones legales para los acreedores.

En el proceso de calificación de Fitch se analizan las características, fortalezas y debilidades de cada factor, y no se asigna un peso específico o ponderan dichos factores para llegar a una determinada calificación o mejora respecto a la calidad crediticia de la entidad subnacional. Cabe destacar que si bien algunos de estos factores son interactivos, el hecho de que en alguno de ellos exista una fuerte debilidad, puede implicar que la calificación del financiamiento sea la misma que la calificación quirografaria 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 inicia por evaluar, si el incremento en el nivel de endeudamiento derivado de un nuevo financiamiento tendrá un impacto considerable en la flexibilidad financiera y perfil crediticio de la entidad subnacional. Para tal efecto, los principales indicadores que Fitch pone especial interés, son los de endeudamiento relativo y sostenibilidad del servicio de la deuda, respecto a los ingresos corrientes y generación de ahorro interno (flujo libre para servir la deuda y/o realizar inversión); dichos indicadores se analizan tanto en forma histórica como proyectada.

Otro factor de análisis relevante, es la proporción de recursos afectados para el servicio de la deuda respecto a los ingresos corrientes o disponibles de la entidad. Entidades subnacionales que tienen un alto porcentaje de sus ingresos disponibles afectados para el pago de obligaciones financieras, tienden a tener menores calificaciones en su calidad crediticia. Asimismo, entidades con un porcentaje de ingresos afectados superior al 70% de sus ingresos corrientes son consideradas con una baja flexibilidad para incurrir en deuda adicional. Para mayor detalle sobre las calificaciones riesgo emisor de las entidades subnacionales, se puede consultar el reporte titulado “*International Local and Regional Governments Ratings Criteria*”, publicado en junio 23, 2014.

La calificación del emisor es un factor muy significativo considerado por Fitch para determinar la calificación del instrumento de deuda mejorado o fortalecido. Cuando se evalúan dos instrumentos de diferentes emisores con fortalezas y características similares en su estructura legal y financiera, las calificaciones de los instrumentos pueden ser diferentes dependiendo del perfil crediticio general de cada emisor. En este sentido, la calificación del emisor captura los fundamentales crediticios de la entidad y su capacidad de pago, mientras que la calificación del instrumento de deuda captura las mejoras estructurales que ayudan a proteger y separar los fondos suficientes para hacer frente al servicio de la deuda, y por tanto dichas mejoras mitigan el riesgo de incumplimiento del emisor.

Otros factores que apoyan el enfoque de Fitch de ligar ambas calificaciones son las obligaciones de hacer que los emisores tienen bajo los contratos de los instrumentos de deuda, en especial aquellas relacionadas con que el emisor cumpla con determinadas métricas fiscales de desempeño y límites en los niveles de endeudamiento. 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.

### Analizando los Flujos de Ingresos Afectados

Fitch solicita información mensual histórica 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. Se evalúan tasas de crecimiento en términos nominales y reales para diversos períodos y se realizan proyecciones considerando escenarios adversos. No solamente se evalúa el ingreso por sí mismo, también se realiza un análisis de los componentes del ingreso,

#### Niveles de Flexibilidad

Ingresos Afectados (%/Ingresos Corrientes)	Grado de Flexibilidad
≥ 70%	Bajo
50% a 70%	Moderado
30% a 50%	Alto
≤ 30%	Muy Alto

Fuente: Fitch

estructura e infraestructura de recaudación. Por ejemplo, en ingresos locales, se evalúa el comportamiento de las tarifas, mecanismos de actualización de las mismas, comportamiento y características del padrón de contribuyentes, y en general variables que inciden o afectan el comportamiento de dichos ingresos. De manera importante, Fitch evalúa los riesgos políticos relacionados con cambios en las bases del ingreso y los factores mitigantes establecidos en las estructuras, como la creación de reservas adicionales, reemplazo de activos, y eventos o gatillos requiriendo una amortización anticipada del balance de la deuda; son los riesgos políticos los que asimismo ligan las calificaciones de los instrumentos de los subnacionales con las calificaciones generales de dichas entidades.

En su proceso de análisis Fitch evalúa el historial de información respecto a los ingresos afectados y las variables que inciden en su crecimiento (padrón de contribuyentes, tarifas, fuentes de recaudación, predictibilidad y bases legales de las transferencias). Asimismo, el grado de confiabilidad en la información histórica también es muy importante, y para esto la gran mayoría de los emisores validan su información a través de los servicios de despachos reconocidos de auditoría externa. Lo anterior, también aplica para la preparación y formulación de proyecciones del ingreso/activo que respalda el financiamiento. Fitch incorpora en su análisis las proyecciones provistas por el emisor, pero dicha información no reemplaza los escenarios de estrés internos utilizados 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 de manera central y transferidos por gobiernos de niveles superiores. 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 una separación adecuada, ya que generalmente no es posible hacer una venta real de los ingresos fiscales de una entidad subnacional. En este sentido, los gobiernos realizan instrumentos con respaldo así como alguna forma de mecanismo de custodia para prevenir la interrupción o re-direccionamiento de los flujos afectados para el servicio de la deuda de dichos instrumentos. Fitch evalúa los riesgos políticos de interrupción, retraso o re-direccionamiento. El demostrar 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.

Adicionalmente, de presentarse alguna interrupción de cualquier tipo en la fuente de los ingresos o un inesperado problema operativo con el fideicomiso u otras formas de mecanismos de custodia, muchas estructuras establecen la obligación de la entidad subnacional de cubrir faltantes de ingresos con otros recursos. Los acreedores también generalmente retienen un recurso legal con el emisor subnacional. Al analizar la calificación de un financiamiento, si Fitch espera que, dado la volatilidad de los ingresos afectados o el alto nivel 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 al mismo nivel que el emisor subnacional.

Como se ha mencionado, 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. Estas transacciones tienen típicamente un recurso dual, donde el emisor es responsable del servicio de la deuda si los ingresos afectados son insuficientes. Por otro lado, los gobiernos de niveles superiores pueden etiquetar un determinado ingreso o flujo de

recursos para propósitos específicos, como el servicio de la deuda de financiamientos para proyectos de inversión específicos de la entidad subnacional. El gobierno de nivel superior puede asimismo destinar dichos ingresos a cuentas segregadas que sólo pueden ser alteradas con el consentimiento y control de dicho gobierno, y que asimismo etiqueta dichos recursos para propósitos específicos. En estos casos, el punto de referencia para calificar los instrumentos de deuda es la calificación de dicho gobierno de nivel superior.

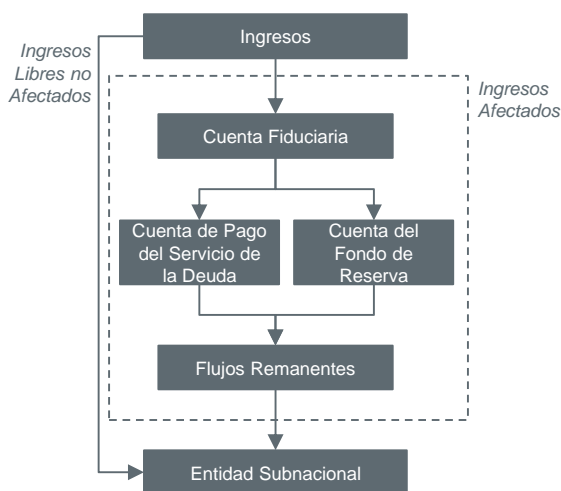
### Estructura del Financiamiento

Fitch revisa las características y tipo de deuda que se pretende tomar (por ejemplo la prelación con otras obligaciones financieras, subordinación, etc.), denominación de la deuda (moneda local, ligada a la inflación o algún otro índice), tasa de interés (fija o variable), uso de derivados o límites de tasa de interés, así como el perfil de amortización. El análisis del financiamiento en cuestión también incluye la evaluación del uso de los recursos crediticios, donde en la mayoría de los casos son para financiar obras públicas de infraestructura. El detalle y transparencia en la aplicación de los recursos son factores que Fitch toma en cuenta.

Desde una perspectiva operacional y financiera, un elemento fundamental 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 mantenimiento de reservas, las obligaciones de hacer y no hacer por parte del fideicomitente, las funciones y obligaciones del fiduciario, y en general todos los factores que brindan una mayor seguridad financiera a los acreedores y/o inversionistas.

La Gráfica 1 muestra la estructura típica de 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 prevalecen flujos en exceso o remanentes, dichos ingresos son transferidos al emisor.

Gráfica 1: Flujo de Ingresos Afectados



Fuente: Fitch

En cuanto a las obligaciones de hacer y no hacer (*covenants*) que se establecen en el fideicomiso y documentos del financiamiento, Fitch pone especial énfasis en los efectos que los *covenants* de endeudamiento y desempeño presupuestal pueden tener en la calificación de la entidad subnacional. En adición al típico *covenant* de 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 comportamiento histórico de dichos *covenants* y que tan alejada se encuentra la entidad o estructura de financiamiento de los límites establecidos al momento de la revisión; cuando el margen es amplio, el diferencial de subniveles entre la calificación del financiamiento y la calificación quirografaria tiende a ser mayor.



Asimismo, Fitch evalúa los efectos en la estructura crediticia y en la calificación del financiamiento si un *convenant* es incumplido, así como el impacto en el perfil crediticio del emisor y su calificación, en particular si hay provisiones o cláusulas de incumplimiento cruzado. Lo anterior es de particular importancia, ya que si bien en dicho caso la estructura se fortalece al tener flujos adicionales de reserva, la restricción de remanentes que debieran fluir a la entidad subnacional puede tener como resultado presión en las calificaciones, dado que la entidad subnacional pudiera buscar refinanciar o reestructurar su deuda.

### Coberturas y Mejoras Crediticias

El análisis de coberturas de Fitch consiste en la aplicación de diversos posibles escenarios adversos de proyección, en relación al comportamiento del activo utilizado como fuente de respaldo, el servicio de la deuda del financiamiento considerando sus características contractuales, y las principales variables financieras de referencia como lo son las tasas de interés de mercado y las tasas de inflación. El desarrollo y uso de posibles escenarios es dinámico conforme a la evolución de las perspectivas económicas y financieras prevalecientes en cada país, no obstante, siempre con una visión conservadora y de largo plazo.

Generalmente, Fitch considera tres escenarios de proyección, el base, intermedio y de estrés, para determinar las proyecciones y expectativas de Fitch sobre el desempeño de las coberturas del servicio de la deuda. El escenario base considera la historia reciente en las variables económicas y comportamiento del activo y las replica en el largo plazo para calcular las coberturas. El escenario de estrés puede duplicar o triplicar las tasas de interés prevalecientes en el mercado (sin coberturas de tasa) y disminuir los ingresos afectados en términos reales; el escenario intermedio considera variables que fluctúan entre el escenario base y el de estrés.

Cuando Fitch analiza estructuras que demuestran muy altas coberturas del servicio de la deuda, usualmente establece un límite en la mejora de calificación para el instrumento de deuda a un rango moderado (hasta 4 subniveles, ver Anexo 1) respecto a la calificación del emisor. Cuando otras mejoras crediticias son evidentes, el diferencial de calificación se puede extender hasta 5 o seis subniveles. Fitch considera que las estructuras tienen altas coberturas, cuando los ingresos afectados son suficientes para cubrir el servicio de la deuda en el escenario de estrés de Fitch, sin utilizar los fondos de reserva.

Fitch considera que el hecho de que la entidad subnacional afecte recursos adicionales de origen propio no agrega una mayor protección a los acreedores, dado que la mayoría de las estructuras analizadas por Fitch son estructuras de administración donde los recursos pasan a través de ella (*pass-through*), y en donde cualquier flujo excedente después de servir la deuda se transfiere por el fiduciario a la entidad subnacional, y dichos recursos remanentes son generalmente utilizados por los subnacionales para gastos de operación. Bajo situaciones de estrés mayores a las esperadas, un proceso ordenado de reestructura o refinanciamiento forzado por la entidad subnacional es más factible, a que los acreedores tengan acceso a recursos de libre disposición adicionales de la entidad subnacional.

Por el contrario, los instrumentos de deuda en estructuras con bajas o limitadas coberturas del servicio de la deuda, donde la participación o soporte adicional de la entidad subnacional podría ser requerido para prevenir un incumplimiento en el servicio de la deuda, son calificados al mismo nivel que la calificación del emisor subnacional, o la mejora se limita a un subnivel.

Por otra parte, Fitch también evalúa otro tipo de mejoras crediticias que pueden presentar las estructuras de financiamiento, las cuales pudieran ampliar más el límite del diferencial de

subniveles mencionado. A este respecto, algunos ejemplos son el uso de garantías parciales otorgadas por garantes, fideicomisos alternos, apoyo o aval por parte de un tercero, utilización de líneas de crédito contingentes y revolventes, entre otros.

### Consideraciones Legales

La información analizada por Fitch desde el punto de vista legal incluye las leyes y regulaciones aplicables en material de deuda pública, decreto y/o acuerdo de autorización para tomar deuda, autorización legal para afectar recursos para el servicio de la deuda y constituir fideicomisos o mecanismos de custodia para retener los recursos afectados, contrato de crédito y/o título de emisión, contrato de fideicomiso, instrucciones irrevocables para afectar recursos y direccionar ingresos al fideicomiso, contratos de cobertura de tasa de interés o derivados, entre otros documentos que pudieran ser particulares a una transacción.

Desde el punto de vista legal, el fideicomiso o mecanismo de custodia es un ejemplo de estructura que brinda seguridad jurídica a los acreedores e inversionistas, con el cual ante eventos de incumplimiento o insolvencia del emisor subnacional, se aíslan los ingresos afectados de cualquier otro acreedor y del manejo operativo de la entidad subnacional, previendo así un mecanismo ágil y transparente para la adecuada recepción, conservación en su caso, destino y distribución de los recursos que se utilizan para dar prioridad y cubrir el servicio de la deuda en forma oportuna, sin mayor acción del emisor subnacional. En este sentido, 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 de irrevocabilidad en las estructuras, las acciones tomadas por la entidad subnacional para legalmente afectar 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 pueden afectar el desempeño del activo de respaldo, son los factores principales que se evalúan para efectivamente aplicar un enfoque de abajo hacia arriba en la calificación de los financiamientos. Fitch considera que dichas características de irrevocabilidad son una importante protección ante riesgos políticos, como agendas políticas cambiantes, cambios de administración y gobierno, y algunos riesgos financieros como presiones de liquidez de corto plazo (ver Anexo 2).

Para evaluar la fortaleza jurídica de los financiamientos, Fitch se apoya en los servicios de despachos legales de reconocido prestigio, que se han especializado en temas de financiamiento subnacional en los países donde la metodología es aplicada. La revisión legal externa y opinión, llevada a cabo en cada transacción calificada por Fitch, consiste en la revisión de toda la documentación relacionada con la estructura, el financiamiento y marco institucional sobre endeudamiento subnacional para evaluar la validez jurídica, exigibilidad de las obligaciones pactadas, y las características de irrevocabilidad. Desde la perspectiva de Fitch, el análisis legal es muy importante durante el proceso inicial de calificación, así como en subsecuentes revisiones de la misma.

No obstante lo anterior, una posible contingencia que enfrentan las estructuras de financiamiento es el riesgo político. Este tipo de riesgo puede ser observado en entidades con un desempeño presupuestal débil, prácticas administrativas deficientes o con incertidumbre en gobernanza, o en factores como la complejidad del marco jurídico, el cumplimiento de la regla de la ley, largos períodos de tiempo para resolver disputas legales, entre otros. Estos factores pueden tener como consecuencia que las administraciones futuras se cuestionen la afectación de ingresos y los mecanismos de custodia para aislar dichos ingresos. Estos riesgos, sin

embargo son incorporados en el reporte de marco institucional para entidades subnacionales de cada país en específico, que Fitch publica y usa para asignar calificaciones de riesgo emisor; asimismo dichos riesgos también pueden ocasionar que la aplicación de esta metodología por parte de Fitch se realice de manera más conservadora en cuanto a la mejora de subniveles en las calificaciones de los financiamientos.



## Anexo 1

## Estructuras de Financiamiento

Atributos Fuertes  
(Más amplio nivel de mejora en subniveles)

- Fundamentos legales sólidos
- Altas coberturas del servicio de la deuda en todos los escenarios
- Obligaciones con tasa fija, de manera explícita o a través del uso obligatorio de derivados, provistos por contrapartes cuyas calificaciones deben estar alineadas con las calificaciones de los financiamientos
- Fondos de reserva robustos que reducen los riesgos de liquidez y con una baja probabilidad de utilizarse
- Seguridad en el desempeño del activo utilizado como respaldo o fuente de pago de la deuda
- Los ingresos afectados son separados en un fideicomiso o mecanismo de custodia, y dichos ingresos son suficientes para cubrir en forma oportuna y total con los pagos del servicio de la deuda

Atributos Rango Medio  
(Moderado nivel de mejora en subniveles)

- Fundamentos legales sólidos
- Coberturas moderadas del servicio de la deuda en todos los escenarios
- Exposición mínima a cambios en las tasas de interés
- Fondos de reserva moderados que reducen los riesgos de liquidez y con una baja probabilidad de utilizarse
- Moderada seguridad en el desempeño del activo utilizado como respaldo o fuente de pago de la deuda
- Los ingresos afectados son separados en un fideicomiso o mecanismo de custodia, y dichos ingresos son suficientes para cubrir en forma oportuna y total con los pagos del servicio de la deuda

Atributos Débiles  
(Ningún/Limitado nivel de mejora en subniveles)

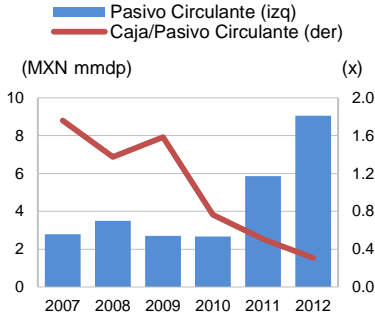
- Fundamentos legales débiles, los documentos financieros pueden presentar algunas inconsistencias
- Bajas coberturas del servicio de la deuda en algunos escenarios
- No se incluyen derivados para mitigar riesgos de tasa de interés
- Fondos de reserva bajos o inexistentes para reducir los riesgos de liquidez, las reservas pueden ser utilizadas en algunos escenarios
- Incertidumbre en el desempeño del activo utilizado como fuente de pago de la deuda bajo escenarios económicos adversos
- Los ingresos afectados son separados en un fideicomiso o mecanismo de custodia. Los ingresos en estos vehículos son suficientes para eventualmente cubrir el servicio de la deuda, pero posiblemente no de forma oportuna.
- Recursos adicionales de la entidad subnacional pueden ser requeridos

Nota: Si bien el máximo nivel de subniveles sobre la calificación del emisor generalmente no es mayor a 6 en la escala nacional, un diferencial mayor puede ser aplicado si el emisor entra en un incumplimiento técnico o selectivo, y si en la opinión de Fitch dicha situación será temporal y no afectará los ingresos afectados para respaldar el instrumento de deuda. El diferencial de subniveles generalmente será menor en países con altas calificaciones donde la escala nacional de calificación converge hacia la escala internacional de calificación.

Fuente: Fitch

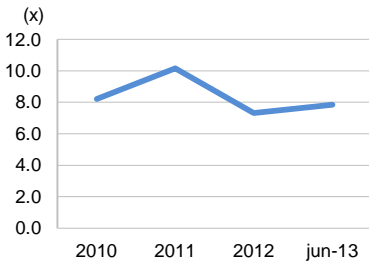
Anexo 2

Estado de Jalisco -  
Liquidez



Fuente: Jalisco y cálculos de Fitch

Estado de Jalisco -  
Coberturas Promedio  
Créditos Estructurados



Fuente: Jalisco y cálculos de Fitch

Instrumentos de Deuda Mejorados en México: Caso Estado de Jalisco

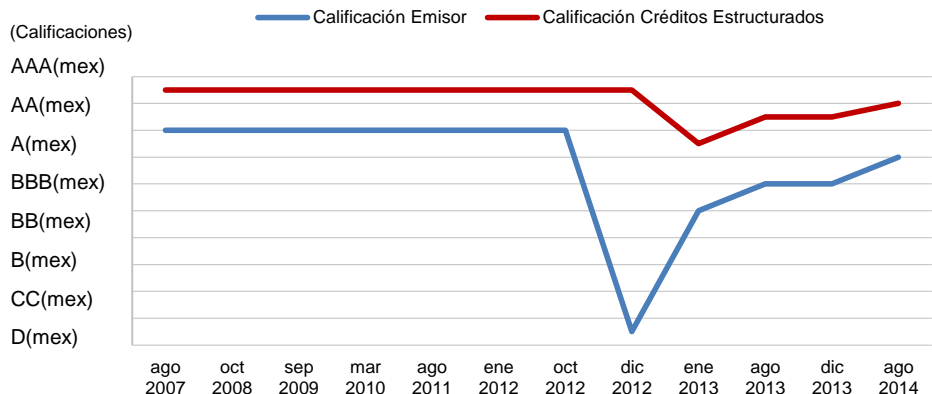
En diciembre 24, 2012, Fitch bajó la calificación del Estado de Jalisco a 'D(mex)' desde 'A+(mex)' debido al incumplimiento de un crédito quirografario de corto plazo por MXN1,400 millones (USD110 millones) contratado con Banco Interacciones. Si bien el incumplimiento selectivo estuvo relacionado con dificultades operacionales y políticas debido al cambio de gobierno en febrero de 2013, también reflejó las presiones de liquidez que la administración saliente enfrentaba, al registrar liquidez menor que en años anteriores y mayores pasivos circulantes.

Inicialmente los créditos bancarios estructurados del Estado, calificados en la categoría de 'AA(mex)' y por encima de la calificación del emisor, fueron colocados en observación negativa. Si bien los créditos permanecieron con fuertes fundamentos estructurales y coberturas del servicio de la deuda de aproximadamente 8.0x con respaldo en participaciones federales a través de un mecanismo de fideicomiso, la observación negativa reflejaba los posibles efectos negativos en el perfil crediticio de la entidad debido al incumplimiento selectivo, así como la posible aceleración en el pago de los créditos estructurados debido al no cumplimiento en obligaciones de hacer del Estado relacionadas con objetivos de calificación y provisiones de incumplimiento cruzado, contemplados en los documentos de los créditos.

El Estado corrigió el incumplimiento selectivo en menos de un mes liquidando el crédito con Banco Interacciones y Fitch mejoró la calificación del Estado a 'BB+(mex)' de 'D(mex)'. Los créditos estructurados continuaron mostrando un buen desempeño y su servicio fue pagado oportunamente por el fiduciario, pero Fitch ajustó la calificación de los créditos a 'A(mex)', 5 subniveles sobre la calificación del emisor, para reflejar el antecedente de incumplimiento y el debilitamiento en el perfil crediticio del Estado, así como las negociaciones que tenía el Estado con acreedores para conseguir dispensas de algunas obligaciones pactadas bajo los contratos de crédito. Fitch también consideró que el riesgo de aceleración o vencimiento anticipado de los créditos tenía una baja probabilidad de ocurrencia, dado que los bancos estaban dispuestos a otorgar las dispensas, el Estado estaba trabajando para fortalecer su posición de liquidez y políticas de endeudamiento, y el crédito incumplido había sido liquidado.

Este caso claramente ejemplifica las fortalezas crediticias de los créditos estructurados o mejorados, las cuales coadyuvaron a mitigar el riesgo de incumplimiento de dichos créditos durante un corto período de tiempo donde el Estado de Jalisco enfrentó preocupaciones de carácter político y de liquidez.

Estado de Jalisco - Calificaciones



Fuente: Fitch

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 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 información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

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