

Calificaciones de Obligaciones de Contraparte del Sector Público en Operaciones PPP

Metodología Intersectorial

Contenido del Reporte

| | Página |
|--|--------|
| Alcance | 1 |
| Factores Clave de Calificación | 2 |
| Determinando la Posibilidad de Calificar la Obligación del Otorgante | 2 |
| Determinación del Notching desde la IDR del Otorgante | 5 |
| Consideración de las Obligaciones PPP en el Análisis de la IDR | 11 |
| Variaciones Metodológicas | 12 |
| Fuentes de Información | 12 |
| Limitaciones | 12 |
| Sensibilidad de las Calificaciones | 13 |

Este informe es una traducción del reporte titulado "Rating Public Sector Counterparty Obligations in PPP Transactions", publicado el 17 de mayo de 2018. Esta metodología actualiza y reemplaza al informe Calificaciones de Obligaciones de Contraparte del Sector Público en Operaciones PPP" publicado el 7 de febrero de 2018.

Metodologías Relacionadas

Availability-Based Projects Rating Criteria (July 2017)

International Local and Regional Governments Rating Criteria (Outside the United States) (April 2016)

Government-Related Entities Rating Criteria (February 2018)

Sovereign Rating Criteria (March 2018)

Emerging Market Countries' Local and Regional Governments' Specific Securities Rating Criteria (November 2017)

U.S. Public Finance Tax-Supported Rating Criteria (April 2018)

National Scale Ratings Criteria (March 2017)

Analistas

Eric Kim
+1 212 908-0241
eric.kim@fitchratings.com

Raffaele Carnevale
+39 02 87 90 87 203
raffaele.carnevale@fitchratings.com

Tony Stringer
+44 20 35 30 12 19
tony.stringer@fitchratings.com

Humberto Panti
+52 81 83 99 91 52
humberto.panti@fitchratings.com

Alcance

Esta metodología describe el enfoque global de Fitch Ratings para calificar las obligaciones de un otorgante del sector público (otorgante) bajo una concesión, arrendamiento u otro contrato (en lo sucesivo denominado en el presente documento como un "contrato marco") utilizadas para respaldar el financiamiento de una asociación público-privada (PPP, por sus siglas en inglés: *Public Private Partnership*) para activos de infraestructura pública. Esas calificaciones son información dentro del proceso de calificación de operaciones PPP. Estos criterios son utilizados para asignar nuevas y monitorear existentes calificaciones de riesgo contraparte en operaciones PPP.

La metodología establece un marco global consistente para:

- determinar si el contrato marco PPP cumple con los requisitos para asignar una calificación de contraparte;
- establecer una metodología para aplicar un escalonamiento (*notching*) desde la calidad crediticia general de una contraparte del sector público y reflejar cualquier riesgo de incumplimiento mayor percibido bajo un contrato marco;
- guiar la consideración de la obligación PPP en la calificación crediticia de la contraparte del sector público (según se exprese en la Calificación de Incumplimiento del Emisor o IDR, por sus siglas en inglés: *Issuer Default Rating*) y cómo se reflejaría en la IDR de la contraparte un pago tardío o el rechazo de una obligación bajo un contrato marco.

Los niveles de calificación discutidos en estas metodologías se relacionan con la escala de calificación internacional de Fitch. Para las calificaciones de obligaciones de contraparte en mercados locales que requieren calificaciones en escala nacional, Fitch evaluará los atributos clave de los factores de calificación descritos en este reporte y aplicará una calificación dentro de la escala nacional relevante (para más información, consulte el informe de Fitch "*National Scale Ratings Criteria*").

Las contrapartes del sector público que se consideran en esta metodología incluyen a gobiernos soberanos, estatales, provinciales, regionales y locales, en el ámbito internacional y en EE. UU.; departamentos y agencias de los mismos, así como también a entidades del sector público fuera de EE. UU., incluyendo entidades relacionadas al gobierno (GREs, por sus siglas en inglés: *Government-Related Entities*).

Fitch evaluará las obligaciones de contraparte de las empresas del sector público en los EE. UU., tales como una universidad pública, una empresa de atención médica, una empresa de tránsito o una empresa de agua o electricidad, utilizando el IDR del otorgante según lo determinen las metodologías maestras o específicas del sector, e incluirá cualquier escalonamiento (*notching*) aplicable definido en esas metodologías. Para aquellos sectores sin IDRs, la calificación de bonos de ingresos generales subordinados o su equivalente es la seguridad más amplia provista. Esa calificación es el mejor indicador de la calidad crediticia general de una entidad y es análoga a una IDR.

No todos los factores de calificación que se describen en este informe son aplicables a cada calificación individual. Cada reporte de calificación específico analiza los factores más relevantes para la asignación de esta.

Factores Clave de Calificación

Determinar si la Obligación es Calificable: La calificación de las obligaciones bajo un contrato marco PPP es una situación distintiva, similar a un arrendamiento financiero, que es un compromiso financiero que va más allá que los contratos típicos de compra de bienes y servicios. Se establece un marco legislativo que autoriza a las PPPs como una herramienta para la contraparte del sector público para procurar de infraestructura pública esencial que continúa bajo su propiedad/control. Generalmente Fitch no otorga calificaciones a los proyectos comerciales de las contrapartes del sector público tales como arrendamientos operativos.

El contrato marco está ligado integralmente al financiamiento de deuda desarrollado para sustentar los costos de capital de infraestructura. Los pagos del otorgante deben continuar hasta que la deuda relacionada del proyecto se pague o hasta que el otorgante se comprometa a pagar un monto de terminación equivalente al de la deuda restante del proyecto. En caso de que el otorgante ejerza un derecho de terminación opcional bajo la concesión.

Calificación del Otorgante – Punto de Partida: La IDR del otorgante es el punto de partida en el proceso de calificación del riesgo contraparte. La calificación asignada a la obligación PPP del otorgante se puede igualar o ubicar hacia abajo de su IDR para diferenciar dicho compromiso respecto a las obligaciones de deuda directa del otorgante. El alcance del notching refleja el marco legal, y los factores del proyecto y divulgación de la obligación que se discuten en el presente. Las evaluaciones del marco legal son de mayor relevancia para la calificación de contraparte.

Obligaciones PPP y la IDR del Otorgante: Fitch incorpora la obligación del otorgante en su análisis de la IDR de acuerdo a las metodologías relevantes. Esta puede ser considerada como una obligación contingente con posibilidad de materializarse en la duración del proyecto o puede agregarse a la deuda del otorgante cuando sea apropiado. La manera en que un incumplimiento bajo un contrato marco se reflejaría en la IDR del otorgante, aun si se tratara como un incumplimiento restringido del otorgante y/o del gobierno originador relacionado, dependerá de varias consideraciones, incluyendo la naturaleza del incumplimiento y la importancia de la obligación.

Determinando la Posibilidad de Calificar la Obligación del Otorgante

Las contrapartes del sector público celebran una variedad diversa de acuerdos comerciales, incluyendo arrendamiento de instalaciones, renta de equipos, contratos de cobertura no relacionados con una emisión de deuda específica y convenios para la compra-venta de bienes y servicios. Estos acuerdos necesariamente incluyen a participantes del sector privado. En el discurso público, es común que el término asociación público-privada se utilice de manera general para abarcar, en ocasiones, el universo de acuerdos comerciales público-privados. Aunque las contrapartes en estos acuerdos comerciales pueden considerar que la IDR del otorgante refleja de manera general la calidad crediticia general de la entidad, Fitch advierte que la IDR no aborda el riesgo de incumplimiento en estos acuerdos comerciales comunes.

Fitch considerará que un rango reducido de obligaciones de un contrato marco PPP son calificables y distinguibles de otros acuerdos comerciales más comunes contemplando los siguientes cinco elementos.

Resumen de Calificación de PPPs

Fitch define de manera amplia a las operaciones PPP para incluir casos en donde los derechos y las obligaciones relativas a la construcción, operación y financiamiento de costos de capital ligados con un activo de infraestructura pública esencial se comprometan bajo un contrato marco por parte de un otorgante del sector público a una empresa de proyectos controlada por entidades del sector privado. Las calificaciones de deuda de empresas de proyectos relacionadas con una PPP se evalúan conforme al reporte de Fitch "Availability-Based Projects Rating Criteria".

En algunos casos, los contratos marco incluyen concesiones, arrendamientos o estructuras de propiedad privada que requieren que el otorgante realice pagos periódicos (disponibilidad, capacidad o pagos de arrendamiento) que se usarán principalmente para pagar la deuda emitida por la empresa de proyectos para sufragar los costos de capital relacionados con el desarrollo del activo de infraestructura. La recepción oportuna del pago es necesaria para el servicio de la deuda de la empresa de proyectos.

Algunas veces, la empresa de proyectos puede depender en menor grado de los pagos periódicos del otorgante, por ejemplo cuando la PPP permite a la empresa de proyectos cobrar cuotas o comisiones a los usuarios a cambio de asumir los riesgos de demanda asociados con el plan. Sin embargo, la empresa de proyectos puede depender de los pagos que el otorgante realizará en la forma de retribuciones por evento o en una sola exhibición para sufragar los costos de capital incurridos en la construcción o rehabilitación del activo de infraestructura. La recepción oportuna puede ser importante para mantener un perfil financiero o para pagar créditos puente.

En todo caso, el otorgante conservará normalmente el derecho para dar por terminado el contrato/el proyecto por conveniencia. En tal caso, la deuda del proyecto se tendría que liquidar en un pago final que realizaría el otorgante conforme al contrato marco.

La calificación de la deuda de la empresa de proyectos asociada con el financiamiento PPP incluye la consideración de la calificación asignada a la obligación de contraparte del otorgante bajo el contrato. También toma en cuenta numerosos riesgos aparte del cumplimiento por parte del otorgante, incluyendo los riesgos de conclusión y de operación a cargo de la empresa de proyectos, sus patrocinadores y acreditantes. A menudo estos otros riesgos, evaluados en el contexto del apalancamiento financiero de la empresa de proyectos, limitará la calificación asignada a la deuda de la empresa de proyectos a un nivel inferior a la de la obligación de contraparte del otorgante.

Las calificaciones de Fitch de la deuda de una empresa de proyectos se concentran en las categorías de 'BB' y 'BBB', inferiores a la calidad crediticia de la mayoría de las obligaciones de contraparte de otorgantes del sector público. No obstante, el otorgante es una contraparte clave para la transacción. El cumplimiento de sus obligaciones financieras también es esencial para la solvencia de la empresa de proyectos, y por lo tanto, se debe determinar una calificación de esta obligación para calificar la deuda de la empresa de proyectos. La calificación asignada a la obligación de contraparte del otorgante servirá como un límite para la calificación de la deuda de la empresa de proyectos durante la vida de los bonos. Lo anterior solo en los casos en donde la habilidad para completar el proyecto por parte de la empresa y el propio desempeño del proyecto sean dependientes del desempeño financiero del otorgante.

Dada la importancia de la calificación de contraparte del otorgante en el análisis PPP, cuando la deuda de una empresa de proyectos sea calificada, ya sea de manera pública o privada y de manera monitoreada, las calificaciones de la IDR del otorgante y de la obligación de contraparte estarán sujetas a monitoreo.

Marco Legislativo Claro

Fitch considera que el que la autoridad establezca un marco legislativo para permitir a la contraparte del sector público buscar operaciones PPP en general, o autorizar la obtención de un proyecto específico a través de un PPP, es una demostración esencial de respaldo público. Al mismo tiempo reconocería el papel de las obligaciones financieras del gobierno para financiar los costos de capital de los activos de infraestructura relacionados.

Infraestructura Pública Esencial

Para ser considerada como calificable, la adquisición PPP debe involucrar la construcción, la rehabilitación o la extensión de un activo de infraestructura con propósito público esencial que, de otro modo, se obtendría en el curso ordinario por la contraparte del sector público a través de procesos de adquisición pública tradicionales. Algunos ejemplos son las instalaciones de transporte; como: carreteras, puentes, aeropuertos y puertos, así como lugares importantes de gobierno como salas de tribunales, cárceles e instalaciones de sanidad respaldadas por el gobierno. Los consumibles y el alojamiento temporal en espacios comerciales existentes no caen dentro de este supuesto.

Control del Otorgante Sobre el Activo de Infraestructura

El hecho de que la contraparte del sector público controle el activo y que, al término del acuerdo PPP, operará el activo en caso de así elegirlo, distingue a una operación de un contrato de arrendamiento comercial ordinario y le da carácter de arrendamiento financiero calificable. Entonces, después de una serie de pagos, el título de propiedad del activo de capital se revertirá a la titularidad del sector público después de un pago nominal final. Este control también se vería reflejado en estructuras claras de monitoreo e información financiera.

Contrato Marco – Parte del Financiamiento PPP Integrado

El contrato marco se debe celebrar por el otorgante en el contexto de un financiamiento integrado con el objeto de recaudar los costos de capital asociados a la adquisición del activo de infraestructura público esencial. Se deben celebrar contratos relacionados en torno al contrato marco, incluyendo contratos de financiamiento, documentación del crédito, contratos de diseño-construcción y de operación y mantenimiento. Los términos del contrato marco deben reflejar que las obligaciones del otorgante son claramente importantes para el cumplimiento de la empresa de proyectos, de manera operacional y financiera.

Indemnización por Terminación

Para que el contrato marco sea una obligación calificable debe cumplir con una característica distintiva e indispensable, que el otorgante pague el valor final suficiente para cubrir la deuda asociada con la PPP si el contrato marco se da por terminado sin que la empresa de proyectos caiga en incumplimiento. Por ejemplo, el contrato marco puede permitir la terminación por conveniencia pública.

En algunos casos, el otorgante conserva los riesgos de fuerza mayor que no se pueden transferir de manera eficiente al sector privado (por ejemplo, riesgos de terrorismo), y la terminación en caso de fuerza mayor exige al otorgante un pago final suficiente para, por lo menos, pagar la deuda relacionada de la empresa de proyectos. En última instancia, tales compromisos demuestran tanto la naturaleza especial del acuerdo como la conexión clara con la deuda incurrida por la empresa de proyectos para obtener el activo de infraestructura pública esencial.

**Registro del Mercado
de Valores y Mercancías**

Puede ser que ciertas operaciones no tengan un pago de terminación explícito; sin embargo, en estos casos, el otorgante continúa teniendo obligaciones de pago aun en caso de terminación. Fitch considera que esto es funcionalmente equivalente al requisito de una indemnización por terminación para efectos de esta prueba.

Determinación del Notching desde la IDR del Otorgante

Si se determina que una obligación del otorgante conforme a un contrato marco en una operación PPP es calificable, entonces Fitch utiliza la calidad crediticia general del otorgante, según se exprese en su IDR, como el punto de partida para determinar la calificación de contraparte para las obligaciones del otorgante en la operación.

Estableciendo la IDR del Otorgante

La IDR del otorgante se determina conforme a la metodología relevante de Fitch. Para calificaciones en escala nacional, las referencias a la IDRs son respecto a la calificación en escala nacional de largo plazo del emisor.

Si el otorgante es un gobierno, su IDR se determina conforme a las metodologías "*Sovereign Rating Criteria*", "*International Local and Regional Governments Ratings Criteria – Outside the United States*", o "*U.S. Public Finance Tax Supported Rating Criteria*".

Si el otorgante es una GRE localizada fuera de los EE. UU., su IDR es conforme al informe de metodología de sector específico de Fitch "*Government-Related Entities Rating Criteria*". La definición de una entidad relacionada al gobierno varía dependiendo el país, pero todas tienen en común algún tipo de titularidad del sector público, rol público o estado legal público específico por sector. Una GRE cumple con una orden pública, brinda servicios públicos básicos o puede tener un rol de desarrollo para el originador (el soberano o subnacional).

Si el otorgante es una división de un gobierno en los EE. UU., en donde las obligaciones del gobierno son generalmente valores en específico, la IDR del otorgante está ligada a la IDR del gobierno originador. Bajo la orientación de la metodología "*U.S. Public Finance Tax-Supported Rating Criteria*", el grado de conexión se basa en cuál es la naturaleza de la relación entre el otorgante y el gobierno originador, y si el financiamiento del otorgante está sujeto a la apropiación legislativa del gobierno originador. Entre más integrados estén, en la estructura del gobierno central, los tomadores de decisiones de las PPP más estrecha es la conexión entre las IDRs del gobierno originador y la del otorgante, todo lo demás siendo igual.

En algunos casos las obligaciones del otorgante pueden ser apoyadas por fondos de reserva o ingresos específicos, que bajo la metodología relevante, pueden tener un notching hacia arriba del IDR del otorgante. (Por ejemplo, ver "*Emerging Markets Countries' Local and Regional Governments' Specific Securities Rating Criteria*", reporte que cubre calificaciones en escala nacional). En esos casos, la IDR ajustada será el punto de partida para cualquier notching aplicable a las obligaciones del otorgante bajo los contratos marco de PPP.

También es posible que haya casos donde el otorgante haga una afectación específica de ingresos como fuente de pago de la obligación y con lo cual se elimine cualquier exposición a la operación del otorgante. En esos casos, la obligación puede ser calificada usando la metodología relevante para bonos con impuestos específicos (por Fitch "*U.S. Public Finance Tax-Supported Rating Criteria*") sin una conexión con la IDR del otorgante.

Consideraciones para Aplicar un Notching Desde la IDR del Otorgante

Fitch cree que la obligación de un otorgante bajo un contrato marco es, en casi todos los casos, más débil que su IDR. En la mayoría de los regímenes legales, un contraparte del sector público puede elegir cumplir con algunas obligaciones financieras pero incumplir con otras, sin el riesgo de procedimientos de insolvencia o sin violar cualquier obligación de pagar a todos los acreedores de manera equitativa. Como ejemplo, Italia y España permiten pagos preferentes para atacar necesidades temporales de liquidez. En otras palabras, la legislación permite la subordinación del repago de obligaciones comerciales (corto plazo, o adeudos a proveedores de bienes y servicios) a deuda financiera (créditos y bonos). En los EE.UU., emisores municipales no pueden ser forzados a entrar en procesos de insolvencia, aún y si incumplen una o más obligaciones. Por esta razón, Fitch aplica una metodología de notching a las obligaciones que tienen una posición legal inferior o incentivos menores para efectuar pagos oportunos.

Para la calificación de contraparte de un otorgante para una obligación PPP se aplica normalmente un notching desde la IDR del otorgante por cada proyecto en específico. En general, esto implica deducciones de 0-3 notches desde la IDR del otorgante. La estrecha banda de notching desde la IDR refleja los requisitos relativamente altos que Fitch establece para que una obligación PPP tenga la capacidad de ser calificada; si se determina que una obligación es calificable, por definición, se beneficia a lo que Fitch considera ser un compromiso sólido.

Cuando una obligación es de un gobierno soberano, Fitch seguramente aplicará un menor notching o no aplicará ninguno. Esto es porque los gobiernos soberanos tienden a implementar políticas presupuestarias más estrictas, y cuentan con marcos institucionales de revelación de información y seguimiento también más fuertes, como se describe en el reporte de Fitch "*Sovereign Rating Criteria*". Esto lleva a una evaluación más fuerte de los factores de calificación más importantes detallados en la tabla y los apartados de Marco Legal de la siguiente página y la sección de Factores del Proyecto e Información en la página 9.

La siguiente tabla brinda orientación para aplicar un notching con base en los elementos que a continuación se describen. Por lo general, a una obligación que se considera tiene una conexión fuerte con el otorgante en todos los elementos principales se le puede asignar una calificación 0-1 notches por debajo de la IDR del otorgante. Una combinación de evaluaciones de rango medio y fuertes respaldaría una calificación de 0-2 notches desde la IDR, igualar la calificación de la obligación de la contraparte a la del IDR del otorgante es más probable en el caso de otorgantes soberanos o si la obligación de la contraparte tiene provisiones de incumplimiento cruzado con la deuda del otorgante. Una combinación de evaluaciones fuertes, de rango medio y débiles sugeriría una calificación de 1-3 notches por debajo de la IDR del otorgante. Un perfil de elementos predominantemente más débiles sugeriría la aplicación de un notching más allá de los límites normales.

La importancia de los factores enumerados frente a la decisión final del notching variará con base en las particularidades del otorgante, el contrato marco y el proyecto bajo consideración. Fitch opina que una obligación es más fuerte incluso si algunos atributos se caracterizaran dentro del rango medio si se considera que los atributos más fuertes tienen una importancia mayor. Por ejemplo, si la falta de pago de la obligación de contraparte podría causar un incumplimiento cruzado con la deuda pública del otorgante, Fitch no esperaría aplicar un notching hacia abajo desde la IDR incluso si otros factores fueran considerados como de rango medio o más débiles.

Registro del Mercado de Valores y Mercancías

Fitch se enfocará en las siguientes consideraciones para determinar el grado de notching que aplicará por debajo de la IDR del otorgante.

Guía de Aplicación del Notching para Obligaciones PPP Calificables

| | Marco Legal | | | Factores del Proyecto e Información | | |
|--------------------|--|--|--|---|---|--|
| | Fuente de los Fondos | Proceso Presupuestario | Estado Legal y Exigibilidad | Información Financiera | Importancia de la Alternativa de Financiamiento PPP | Importancia del Proyecto PPP |
| Más Fuerte | <p>Fuente de pago de un portafolio amplio de fuentes de fondeo, proporcionado como soporte de la actividad del otorgante.</p> <p>En EE.UU. la fuente de pago es fondeo general del gobierno otorgante.</p> <p>Soporte de un nivel más alto de gobierno con fuentes de fondeo en ingresos fiscales generales u otra base amplia, o soporte contingente significativo pero carece de garantía de dicho gobierno de nivel superior.</p> | <p>Estado equivalente a endeudamiento público en el proceso presupuestario.</p> <p>Proceso de aprobación robusto y sofisticado, como generalmente establecido en gobiernos soberanos</p> <p>Obligaciones anuales incluidas en las proyecciones presupuestarias multianuales del otorgante.</p> | <p>Estado legal equivalente a endeudamiento público.</p> <p>Obligación directa de un ministerio del gobierno soberano, para el cual no hay una prioridad legal establecida a deuda financiera sobre otras obligaciones</p> <p>Incumplimiento cruzado entre las obligaciones PPP y la deuda financiera.</p> | <p>El compromiso PPP se revela como deuda; o la obligación multianual PPP es claramente reportada por el gobierno soberano.</p> | <p>Programa PPP considerable para financiar la infraestructura pública en general, con un historial establecido y aceptación legislativa.</p> | <p>Gran escala e importancia crucial para la misión del otorgante.</p> <p>Soporte sólido público y/o legislativo demostrado para el proyecto.</p> |
| Rango Medio | <p>Fuente de pago de una porción selecta de fondos del otorgante, con acceso limitado a un grupo más amplio.</p> <p>En EE.UU. la fuente de pago puede ser fondeo general de la agencia otorgante o una porción seleccionada de los fondos del gobierno otorgante.</p> | <p>Se da prioridad a la obligación de pago sobre los gastos generales, pero está subordinada a otros compromisos financieros.</p> | <p>Reconocimiento específico de la obligación en los procesos legislativos y administrativos.</p> | <p>El compromiso PPP se revela como una obligación contingente.</p> | <p>PPP es una iniciativa importante del gobierno para promover el desarrollo de infraestructura, pero tiene un historial limitado.</p> | <p>El proyecto es típico de una infraestructura financiada públicamente, pero tiene una importancia modesta.</p> |
| Más Débil | <p>Un grupo notablemente limitado de fondos disponibles para el pago de la obligación.</p> <p>Estado legal subordinado al endeudamiento público u otras obligaciones financieras.</p> | <p>La obligación de pago no tiene prioridad en el proceso presupuestario – igual que los gastos generales.</p> | <p>Generalmente la obligación está dentro de una autorización legislativa o administrativa, pero no se identifica de manera específica.</p> | <p>No se revela el compromiso PPP en los estados financieros o en la revelación al mercado de capitales.</p> | <p>El programa PPP sólo se expresa de manera general en la legislación, pero existe administrativamente.</p> | <p>El proyecto involucra una infraestructura discrecional que no se considera típicamente central para la misión pública del otorgante, como estadios.</p> <p>Falta de un soporte amplio público y/o legislativo para el proyecto.</p> |

Marco Legal

Fitch analiza la naturaleza del marco legal que respalda la obligación de pago PPP del otorgante. Esto incluye evaluaciones de:

- Fuentes de fondeo.
- Proceso presupuestario.
- Estatus legal y exigibilidad.

Fuentes de Fondo: Fitch considera qué dinero financiará los pagos de los contratos marco y el flujo de éste. Las estructuras más sólidas son aquellas en donde el pago se realizará desde un grupo amplio de fondos disponibles. Este es usualmente el caso para gobiernos soberanos en donde una fuente común o fondo es direccionada y usada para gastos de acuerdo a las prioridades existentes del gobierno.

La obligación PPP podría estar garantizada por fondos específicos protegidos o etiquetados, particularmente de un nivel más alto de gobierno respaldando el proyecto y comprometiéndose a una parte de su pago, como a través de anualidades de subvenciones, lo que probablemente conduzca a una evaluación de rango más fuerte o medio.

El soporte contingente de otros niveles de gobierno también puede tomar varias formas, en atención a situaciones en donde el otorgante se enfrentaría a dificultades para cumplir con sus obligaciones PPP.

La aplicación del notching sería más amplia (todo lo demás permaneciendo igual) si el otorgante tiene una deuda preferente pendiente de pago. Este notching adicional reflejaría la reclamación previa sobre los ingresos.

Proceso Presupuestario: El nivel y la naturaleza legal del pago en el proceso presupuestario también es una consideración importante. Algunos países definen de manera explícita a algunas partidas de gastos como preferentes frente a otras e incluso como un gasto "obligatorio", haciéndolas prioritarias en tiempos de problemas presupuestarios. Ya sea que los pagos PPP pertenezcan a una categoría preferente o subordinada, tendrían un impacto directo en el alcance del notching. Los pagos PPP que se encuentran en el mismo nivel que la deuda del otorgante serían considerados más fuertes, mientras que los que están en la categoría subordinada pueden ser evaluados como más débiles. La inclusión de las obligaciones PPP en las proyecciones presupuestarias multianuales sería un factor positivo, en términos de la voluntad y la capacidad para cumplir con el compromiso.

Fitch observa que gobiernos soberanos, principalmente aquellos dentro de la OCDE, tienden a presupuestar con una perspectiva multianual, lo cual permite un mejor reconocimiento de la obligación PPP.

Estatus Legal y Exigibilidad: Fitch considera que el reconocimiento y el trato de la obligación en los procesos legislativos y administrativos del otorgante es un indicador importante de su compromiso frente a la deuda que puede influenciar la decisión sobre la aplicación del notching. La fortaleza del reconocimiento se registrará y evaluará como más fuerte o de rango medio, dependiendo el nivel de especificidad.

Las cláusulas de incumplimiento cruzado entre las obligaciones PPP y la deuda financiera del otorgante serían una señal contundente de que las primeras tienen la misma solidez que el otorgante.

Las transacciones transfronterizas pueden incluir disposiciones mayores de exigibilidad, como el acuerdo para aceptar la jurisdicción de tribunales fuera del país y procesos de arbitraje conforme a normas internacionales. Esto podría considerarse como un incentivo mayor para pagar, alineando la obligación de manera más estrecha con la IDR.

Puede haber casos en donde el otorgante es un gobierno con facultades tributarias y la obligación bajo la PPP legalmente está sujeta a exigibilidad de la misma manera y sobre la base de igualdad con la deuda pública del otorgante. Esto sería considerado una característica más fuerte en la evaluación. Fitch observa que en gobiernos soberanos, el presupuesto usualmente presenta una fotografía consolidada de las operaciones del gobierno, y que este

es votado como un todo, por el órgano legislativo. Esto reduce el riesgo de subordinación de dichas obligaciones.

Factores del Proyecto e Información

Además del marco legal, las decisiones tomadas por el otorgante y/o el gobierno originador con relación a la información de la obligación, así como la importancia de la alternativa de financiamiento PPP y del proyecto en sí, influyen las decisiones de notching.

Contabilidad y Divulgación: El reconocimiento de la obligación PPP en el balance general del otorgante y/o gobierno relacionado del monto total pagadero en el futuro y con un método contable transparente es positivo. La contabilidad para provisiones o fondos de amortización que pretenden abordar riesgos o gastos futuros relacionados con la PPP fortalecerían aún más la posición.

Importancia de la Alternativa de Financiamiento PPP: Fitch considerará si el enfoque del financiamiento PPP es adoptado ampliamente por el gobierno. En la opinión de Fitch, un uso generalizado como estrategia de adquisición aumenta el incentivo para cumplir con las obligaciones financieras PPP y mantener el financiamiento para una iniciativa estratégica importante.

Existen jurisdicciones en donde el financiamiento PPP para la infraestructura es un programa significativo establecido por una legislación específica y utilizado para financiar un gran número y variedad de proyectos. Por ejemplo, el programa de Iniciativa de Financiamiento Privado (PFI, por sus siglas en inglés: *Private Finance Initiative*) del Reino Unido se estableció a nivel del gobierno central. Brindaba un marco específico y uniforme a los gobiernos locales y a las entidades respaldadas por el gobierno para solicitar y obtener un financiamiento designado dentro del marco general de financiamiento del gobierno. La iniciativa PFI fundó proyectos de escuelas, laboratorios, carreteras, hospitales y tribunales. Comparativamente, en estados de EE. UU. únicamente hay usos limitados de PPP y, a menudo, proyectos designados específicamente se llevan a cabo de uno en uno. Por lo tanto, el notching sería más amplio en los estados estadounidenses en relación con las operaciones PFI del Reino Unido.

Importancia del Proyecto: Fitch considera el alcance, la naturaleza y la importancia del proyecto, así como la razón del soporte público para el proyecto. Fitch no realiza una evaluación independiente sobre la necesidad o deseabilidad de los proyectos en particular; sin embargo, considera de manera general la importancia del proyecto para la misión pública del otorgante. Los proyectos a menor escala para grupos de interés limitados y con un impacto menor en el público en general, pueden atraer un notching más amplio si se determina que estas características limitan el incentivo en años de presupuestos ajustados para financiar el pago. En cambio, es probable que un proyecto que es importante para la comunidad en general y la misión del gobierno originador, reciba un menor notching si estas características se evalúan como atracción de un soporte mayor, incluso en años de austeridad.

Otras Consideraciones

Si un otorgante se encuentra en mora dentro de una obligación de pago bajo el contrato marco PPP, pero no ha ocasionado la terminación por incumplimiento bajo el contrato (por ejemplo debido a retrasos administrativos), Fitch puede ampliar el notching, si a su juicio, el pago tardío refleja un riesgo elevado de incumplimiento por el otorgante. Por el contrario, una calificación de obligación de contraparte PPP puede no ser afectada por retrasos en los pagos, si en opinión de Fitch, los retrasos reflejan el reconocimiento del otorgante de protecciones

estructurales adecuadas en la deuda del proyecto para absorber dichos retrasos. Cualquier de las anteriores situaciones podría afectar la calificación de la deuda del proyecto relacionado.

La calificación de obligación de contraparte PPP esta referenciada al IDR relevante: el IDR en moneda local cuando la obligación está denominada en moneda local, y el IDR de largo plazo cuando la obligación está denominada en moneda extranjera. En casos donde la obligación PPP es en moneda local, pero el proyecto PPP tiene deuda en moneda extranjera y el gobierno cubre las fluctuaciones del tipo de cambio mediante ajustes en los valores de los pagos de la obligación de contraparte PPP, Fitch califica la obligación en base a la moneda local.

En la mayoría de los casos, Fitch espera tener una IDR para el otorgante. Sin embargo, si no la tuviera se le asignará una.

Como se mencionó, cuando la calificación del otorgante se refiere o está ligada a la de otra entidad, se podrá aplicar un notching a la IDR del otorgante desde la de referencia, según se establezca en la metodología correspondiente.

En algunos países la IDR del otorgante puede estar beneficiada por una calificación piso basada en un marco de apoyo del cual se espera que un nivel más alto de gobierno apoyaría la deuda pública del otorgante. En esos países, Fitch también publica una IDR independiente que refleja el perfil crediticio del otorgante en la ausencia del soporte. En estos casos, la aplicación del notching se realizará desde el perfil crediticio independiente del otorgante, sin dar valor a los pisos de soporte específico del país; lo que reflejaría el respaldo de un nivel más alto de gobierno para la deuda pública del otorgante. Esto sucedería a menos que Fitch considere que son aplicables a las operaciones PPP con base en la evaluación general de las técnicas de financiamiento PPP utilizadas por el gobierno.

En algunas transacciones, las obligaciones del otorgante bajo los contratos marco pueden ser garantizadas por una agencia supranacional, como la Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA) del Banco Mundial. Cuando la garantía provee un soporte significativo a la obligación, Fitch considera que la presencia de dicha garantía y la naturaleza de la relación entre la agencia supranacional y el otorgante son incentivos fuertes para el pago oportuno.

De manera similar, una entidad supranacional como el Banco Europeo de Inversiones o el European Bank for Reconstruction and Development pueden proporcionar una inversión significativa en deuda u obligaciones de préstamos de último recurso para apoyar un financiamiento PPP. En estos casos, Fitch puede considerar los efectos positivos derivados de la participación de la entidad supranacional ya sea como garante o acreedor en el proyecto en los incentivos del otorgante para cumplir con sus obligaciones de contraparte, esto para determinar el notching respecto a la calificación IDR del otorgante, y reducir el notching sugerido por la tabla de guías de aplicación.

Las calificaciones de obligaciones PPP, como otras calificaciones, están acompañadas de perspectivas y observaciones de calificación. Estas generalmente reflejarán la misma connotación que la reflejada en el IDR del otorgante. De cualquier forma, en casos excepcionales, los factores de notching, que se describen en el presente reporte y se utilizan para determinar el notching sobre el IDR, están sujetos a cambios que pueden derivar en un resultado diferente de calificación. En estos casos, la perspectiva u observación de la calificación de obligación de contraparte puede ser diferente a la del IDR, y así reflejar el dinamismo de los factores de notching.

Registro del Mercado
de Valores y Mercancías**Consideración de las Obligaciones PPP en el Análisis de la IDR**

En general, Fitch cree que una medida apropiada de la responsabilidad del otorgante es basarla en el monto de la deuda relacionada con el proyecto cubierta por el pago del otorgante que sería necesario liquidar en caso de que el contrato marco se diera por terminado, ya sea por conveniencia del otorgante o por incumplimiento de este. El monto de la deuda pendiente de pago de la empresa de proyectos es una medida simple y transparente de esta responsabilidad. Fitch cree que también refleja razonablemente el monto de deuda que el otorgante hubiera emitido directamente para financiar los costos de capital del proyecto.

Cabe mencionar que este cálculo no incluye el valor presente de los costos de operación y de mantenimiento bajo el contrato marco. Lo anterior ya que estos, por lo general, no se estiman y valoran en la estructura de responsabilidad del otorgante con respecto a sus activos de infraestructura directamente adquiridos y financiados. De igual forma, no toma en cuenta el rendimiento sobre el componente de capital en la fórmula de terminación. Fitch contempla al pago como análogo al pago de montos adicionales [primas o compensaciones (Spens)] en una opción de compra de deuda garantizada, lo cual no se considera al evaluar la IDR de un gobierno. Por estas razones, Fitch piensa que la deuda pendiente de pago de la empresa de proyectos es una estimación mejor de la responsabilidad PPP del otorgante que el valor total de los pagos por terminación adeudados conforme al contrato marco PPP.

En algunas circunstancias, las obligaciones del otorgante pueden ser más a la medida; por ejemplo, proveyendo pagos en base a objetivos en una PPP de concesión de cuotas o un flujo contingente de pago para apoyar los ingresos. En dichos casos, el tratamiento de la contingencia en el análisis de la IDR puede ser considerada de acuerdo al contexto de probabilidad que dicho pago sea requerido, así como la importancia de este para determinar la calificación del proyecto.

La responsabilidad ajustada se puede agregar a la deuda del otorgante en el análisis de la IDR o se puede considerar como una responsabilidad contingente que se concretará a lo largo de la duración del proyecto. En todo caso, el trato de la obligación PPP del otorgante en el contexto de la evaluación de su calificación y la calificación de un gobierno relacionado que patrocina al otorgante, en su caso, será determinada conforme a la metodologías "Sovereign Rating Criteria", "International Local and Regional Government Rating Criteria – Outside the United States" o "U.S. Public Finance Tax-Supported Rating Criteria" según corresponda.

Consecuencia para la IDR del Otorgante en Caso de Incumplimiento de la Obligación PPP

Fitch no tiene un enfoque automático o formulado para el trato de un incumplimiento en el pago oportuno de una obligación financiera PPP de un otorgante.

El impacto sobre la IDR del otorgante y/o gobierno relacionado variará dependiendo de la naturaleza del incumplimiento, la duración estimada en el contexto del financiamiento de la deuda de la empresa de proyectos y la importancia de la obligación en general. Fitch considera que la obligación es relevante si la calificación de contraparte ha sido ecualizada a la calificación IDR del otorgante del sector público. Por lo regular, el incumplimiento o el pago moroso de una obligación financiera PPP no sería motivo para que Fitch asigne una "RD" (*restricted default* o incumplimiento restringido) o "D" (*default* o incumplimiento) a la IDR del otorgante y/o gobierno relacionado, si la obligación no está legalmente y en forma explícita garantizada por el otorgante. Estas obligaciones no son deuda financiera directa que el otorgante debe a acreedores privados. Sin embargo, Fitch anticipa que el no pago o incumplimiento de una obligación financiera PPP puede ser una señal de una mayor presión

financiera y/o falta de voluntad de pago, lo cual debe ser reflejado en una calificación IDR menor para el otorgante y/o gobierno relacionado (o calificación/perfil independiente en donde se aplica un piso a la IDR del otorgante), de acuerdo a las metodologías aplicables.

Dado el requisito relativamente alto que Fitch establece para calificar una obligación PPP, Fitch espera que un incumplimiento de una obligación de un contrato marco PPP, en ausencia de problemas financieros a nivel del otorgante, sea poco común. Además, considera que es probable que un gobierno cumpla con una obligación marco PPP calificable incluso en problemas y aunque exista la posibilidad de tener periodos de pagos tardíos que no den lugar a incumplimiento en alguna deuda relacionada del proyecto.

La calificación de la contraparte sería "D" en la obligación específica al momento de la falta de pago del otorgante según las fechas estipuladas en los documentos de la operación. Esto, de tal forma que ocasione una indemnización de terminación por incumplimiento, salvo que se realice un pago compensatorio en ese momento.

Variaciones Metodológicas

Las metodologías de Fitch están diseñadas para utilizarse en conjunto con un juicio analítico experimentado en el transcurso de un proceso de comité. La combinación de metodologías transparentes, un juicio analítico aplicado transacción-por-transacción o emisor-por-emisor, y la divulgación completa mediante un comentario de calificación fortalecen el proceso de calificación de Fitch, al mismo tiempo que contribuyen a la comprensión por parte de los participantes del mercado del análisis detrás de las calificaciones de la agencia.

Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de estas metodologías para reflejar los riesgos de una transacción o un emisor en específico. A estos ajustes se les denomina variaciones. Todas las variaciones serán dadas a conocer en los respectivos comentarios de acción de calificación, incluyendo el impacto sobre la calificación cuando corresponda.

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificación cuando el riesgo, aspecto u otro factor relevante para la asignación de calificación, así como la metodología aplicada para ello, estén incluidos dentro del alcance de la metodología, pero que el análisis descrito en la misma requiera modificarse para contemplar factores específicos para la transacción o emisor en particular.

Fuentes de Información

Los principales supuestos de calificación para la metodología son informados por el análisis de Fitch de documentos de transacciones de varios proyectos PPP; discusiones con emisores y/o entidades obligadas en proyectos de financiamiento; y discusiones con otorgantes del sector público y/o gobiernos patrocinantes. Estas fuentes también son usadas al asignar calificaciones.

Limitaciones

No hay mayores limitaciones para el uso de esta metodología para asignar calificaciones, más que las ya incluidas en "Ratings Definitions" (ver sección *Usage and Limitations of Credit Ratings and Other Forms of Opinions*, página 4) de Fitch en nuestro portal www.fitchratings.com.

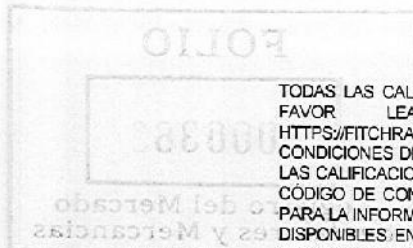
Sensibilidad de las Calificaciones

Las calificaciones en obligaciones de contraparte del sector público en contratos macro PPP son generalmente sensibles a cambios en el IDR de largo plazo del otorgante. Las calificaciones de contraparte también son sensibles a cambios en los seis factores de notching ya mencionados (descritos en este reporte y en la tabla de guía de aplicación del notching de la página 7), cuando ha habido cambios materiales respecto a la última acción de calificación de Fitch. Cambios en uno o más de las evaluaciones de los factores determinantes del notching, particularmente en los factores del marco legal, podría ocasionar cambios en la calificación de la obligación de la contraparte.

FOLIO

000363

Registro del Mercado
de Valores y Mercancías



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

Derechos de autor © 2018 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, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), 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 e informes 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 o un informe 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 y sus informes, 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 y las proyecciones de información financiera y de otro tipo 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 y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirma una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. 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 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.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".