

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

## Sector Específico

### Alcance

Este reporte de metodología describe los factores principales considerados por Fitch Ratings para asignar calificaciones en escala nacional a financiamientos o valores específicos u obligaciones de contraparte en una transacción de una asociación público-privada (APP) respaldados por ingresos afectados o comprometidos de los gobiernos locales y regionales (subnacionales) de dicho emisor (ya sea gobierno local y regional [GLR] o entidades relacionadas con el gobierno [ERG]) en mercados emergentes.

Los ingresos utilizados para garantizar y priorizar el pago del servicio de deuda típicamente incluyen transferencias federales u otras transferencias específicas del gobierno central, así como flujos de efectivo derivados de impuestos a la propiedad, de nómina, a la matriculación de vehículos u otros impuestos e ingresos donde la entidad subnacional sigue teniendo la propiedad y el control de dichos ingresos. En su análisis de entidades subnacionales, Fitch considerará los instrumentos de deuda o APP tratados en esta metodología como obligaciones financieras dentro de su balance financiero.

Esta metodología aplica para transacciones en Latinoamérica, principalmente en México. Aplicar esta metodología en otros países asume que Fitch estará satisfecha con que los principios resumidos a continuación pueden ser empleados dentro de marcos legales y regulatorios correspondientes.

Esta metodología aplica para transacciones nuevas y existentes, para calificaciones de corto o largo plazo. Fitch valorará los atributos de los factores clave de calificación descritos en este reporte y aplicará una calificación dentro de la escala nacional relevante (para más información, véase la metodología de Fitch "Metodología de Calificaciones en Escala Nacional"). Este reporte de metodología deberá consultarse en conjunto con las metodologías enlistadas en la sección "Metodologías Relacionadas".

### Factores Clave de Calificación

Fitch evalúa los factores clave de calificación (FCC) enlistados a continuación en su análisis y no pondera de manera explícita las evaluaciones de FCC individuales en una conclusión de calificación.

**Riesgo Emisor de Abajo hacia Arriba:** El punto inicial de Fitch es evaluar el perfil crediticio de la entidad subnacional. Posteriormente, el grado de mejora en la calificación que el instrumento de deuda puede recibir por encima de la calificación de la entidad subnacional dependerá de las fortalezas legales y financieras de la estructura de deuda.

El nivel de mejora normalmente está limitado a siete subniveles en la escala nacional. El grado potencial de mejora dependerá de la medida en que la estructura logre que los flujos afectados continúen fluyendo para cubrir el servicio de deuda, lo cual se reflejaría en la evaluación de los atributos de los factores clave de riesgo (FCR), así como en las mejoras crediticias adicionales,

## Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Marco General	2
Enfoques de Abajo hacia Arriba y de Arriba hacia Abajo	3
Resumen de los Pasos para Derivar la Calificación	4
Lineamientos de Atributos y Escalonamiento	5
Factores Clave de Riesgo	6
Análisis de Pares	10
Enfoque de Escalonamiento	10
Mejoras Crediticias Adicionales	11
Análisis de Seguimiento	11
Variaciones en las Metodologías	12
Fuentes de Datos	12
Limitaciones	12
Sensibilidad de Supuestos de Calificación	12
Divulgación de la Metodología	13

Este reporte de metodología reemplaza aquel con el mismo título publicado en enero de 2021. Asimismo, es una traducción del reporte de metodología "Emerging Market Countries' Local and Regional Governments' Specific Securities Rating Criteria", publicado en septiembre de 2023.

Los reportes de metodología vigentes en español mencionados a lo largo de este reporte de metodología pueden consultarse dando clic [aquí](#).

## Metodologías Relacionadas

Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales

Metodología de Calificaciones en Escala Nacional

Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno

Metodología de Calificación de Obligaciones de Contraparte del Sector Público en Proyectos de APP

Metodología de Calificación de Entidades Respaldadas por Ingresos del Sector Público

## Analistas

Gerardo Enrique Carrillo Aguado

+52 55 5955 1610

[gerardo.carrillo@fitchratings.com](mailto:gerardo.carrillo@fitchratings.com)

Ileana Selene Guajardo Tijerina

+52 81 4161 7013

[ileana.guajardo@fitchratings.com](mailto:ileana.guajardo@fitchratings.com)

Alberto Hernández

+52 81 4161 7059

[alberto.hernandez@fitchratings.com](mailto:alberto.hernandez@fitchratings.com)

ante eventos de incumplimiento, insolvencia o estrés financiero por parte de la entidad subnacional.

**Gobierno de Nivel Superior y Escalonamiento de Arriba hacia Abajo:** El Gobierno de nivel superior puede comprometer fondos para segregarse cuentas que pueden ser alteradas solo con su propio consentimiento y control, y puede destinarlos solamente para ese propósito. En ese caso, el punto de referencia para una calificación del instrumento de deuda será la de la entidad de mayor nivel. Si la mayoría de los factores de calificación se evalúan en 'Más Fuerte', el instrumento de deuda puede ser igualado a la calificación de largo plazo en escala nacional del gobierno de nivel superior (de arriba hacia abajo menos cero).

**Análisis de los Ingresos Afectados:** La agencia considera el comportamiento histórico, las tasas de crecimiento de los ingresos derivados de los activos usados para respaldar el servicio de deuda, y tanto los componentes como factores que afectan y tienen influencia en el comportamiento de dichos ingresos. Fitch usa supuestos y escenarios de estrés para proyectar los ingresos estresados.

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

**Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda y Escenarios:** Las coberturas esperadas del servicio de deuda y su desempeño se evalúan usando escenarios base y escenario de calificación. Esto se realiza con respecto al comportamiento del activo utilizado como fuente de pago, las estimaciones del servicio de deuda, las mejoras crediticias y las variables macroeconómicas principales. Entre estas últimas se consideran: las tasas de interés de mercado y las de inflación. Las coberturas del servicio de deuda mínimas se calculan y comparan con pares.

## Marco General

Mientras que las fuentes de los flujos de ingresos y las estructuras diseñadas para capturar estos flujos podrían variar de país en país, esta metodología resume los principios necesarios para aplicar un enfoque de abajo hacia arriba desde la calificación en escala nacional de largo plazo del emisor (calificación del emisor), o bien, un enfoque de arriba hacia abajo desde el gobierno de nivel superior, a los instrumentos de deuda o APP que se pudieran emitir.

### Financiamientos Específicos

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

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

En esta metodología, "el emisor" generalmente se refiere a la subnacional calificada, ya sea gubernamental o ERG. Una característica distintiva de los instrumentos de deuda subnacionales es que el emisor origina o es dueño de los ingresos afectados y estos se separan de las operaciones de los emisores, a través de un vehículo de propósito especial (VPE) o una entidad legal separada. Esta característica contrasta con una transacción de "venta verdadera", donde el originador desvincula un grupo de activos subyacente a una transacción estructurada, con la intención de garantizar que el riesgo crediticio principal de la transacción se relacione con el del grupo de activos, en lugar del riesgo crediticio idiosincrásico del originador. Para esto

último, Fitch se basará en la metodología maestra “Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas”.

### Acuerdos de APP

Los subnacionales también pueden participar en acuerdos de APP, también respaldados por ingresos afectados y la operación de pago de APP es similar al mecanismo de pago de los valores del emisor. Por lo tanto, los factores de calificación clave que se explican en este documento también se pueden aplicar a los acuerdos de calificación de APP, como se describe a continuación [para obtener más información sobre la definición de APP y la capacidad de calificación, ver “Metodología de Calificación de Obligaciones de Contraparte del Sector Público en Proyectos de APP”].

Puede haber APP en las que el otorgante incluya mejoras para asegurar su pago a la parte privada. Las mejoras crediticias son capturadas por la metodología presente y no son evaluadas por los criterios de APP. Por lo tanto, el primer paso es aplicar la metodología de calificación de financiamientos, y luego, en una segunda etapa, evaluar la obligación de la contraparte según los criterios de la metodología de APP.

### Deuda Etiquetada

Por lo general, los bonos y préstamos etiquetados (o temáticos) comparten todas las características de otros endeudamientos externos del emisor y están respaldados por el mismo activo o activos. La diferencia principal es que los recursos se destinan a una inversión específica en el programa ecológico o social del emisor. Fitch dará el mismo tratamiento a la información sobre el uso de los recursos que a las ofertas de bonos no etiquetados. Asimismo, el impacto crediticio se limitará a las circunstancias en las que los indicadores clave de desempeño (KPI; *key performance indicators*) u otras características estructurales incluidas en la oferta de bonos tengan un impacto en la evaluación de Fitch de la oferta de crédito o deuda sobre los FCR.

## Enfoques de Abajo hacia Arriba y de Arriba hacia Abajo

### Enfoque de Abajo hacia Arriba

El análisis de calificación de un instrumento específico empieza con la calificación del emisor determinada por la “Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales”, para ERG, la “Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno”. Posteriormente, el grado de alza que la calificación del instrumento podría recibir por encima de la calificación del emisor dependerá de la solidez jurídica y financiera de la estructura de la deuda, como se describe a continuación. Después, Fitch evalúa si el incremento en el nivel de endeudamiento derivado de un financiamiento nuevo tendrá un impacto considerable en la flexibilidad financiera y el perfil crediticio de la entidad. Las métricas crediticias principales que evalúa Fitch son la razón de repago (medido como deuda neta ajustada a balance operativo), la cobertura real del servicio de la deuda (balance operativo a servicio de la deuda) y la carga de deuda fiscal (deuda neta ajustada a ingresos operativos). Dichas métricas son analizadas con base en los ingresos históricos y proyectados.

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

Como se ha señalado, los ingresos afectados cubiertos bajo esta metodología (generalmente recolectados de manera central, transferidos por el Gobierno nacional y segregados bajo el mecanismo de custodia) son considerados ingresos disponibles o no restringidos de la entidad subnacional dado que su uso no ha sido etiquetado para algún otro propósito. Por lo tanto, Fitch utiliza un enfoque de abajo hacia arriba en aquellos valores respaldados por estas transferencias del gobierno nacional.

### Enfoque de Arriba hacia Abajo

En contraste, los gobiernos de niveles superiores pueden etiquetar un ingreso determinado o flujo de recursos para propósitos específicos, como servicio de deuda de financiamientos para

proyectos de inversión específicos. El gobierno de nivel superior puede destinar dichos ingresos a cuentas separadas alterables solamente con el consentimiento y control del gobierno de nivel superior y los asigna solamente para ese propósito. En tal caso, el punto de referencia para calificar los instrumentos de deuda es la calificación de la entidad de nivel superior.

## Resumen de los Pasos para Derivar la Calificación

### Paso 1: Impacto en el Análisis de la Calificación del Emisor

Bajo un enfoque de abajo hacia arriba, la calificación del emisor es el punto de partida para determinar la del instrumento de deuda mejorado. Fitch analiza el impacto de la propuesta de deuda adicional con fuente de pago en la calificación en escala nacional de largo plazo, de haberlo. Al evaluar dos instrumentos financieros de emisores diferentes con fortalezas y características similares en sus estructuras legales y financieras, las calificaciones de los instrumentos pueden variar dependiendo del perfil crediticio general de cada emisor. En este sentido, la calificación del emisor captura los fundamentos crediticios de la entidad subnacional y su capacidad de pago. La calificación del instrumento de deuda además captura las características estructurales que ayudan a proteger y separar los fondos suficientes para hacer frente al servicio de deuda, por lo tanto, dichas mejoras mitigan el riesgo de incumplimiento del emisor.

Bajo un enfoque de arriba hacia abajo, el punto de partida para determinar la calificación del instrumento sería la calificación del gobierno de nivel superior.

### Paso 2: Análisis de los Ingresos Afectados como Fuente de Pago

Fitch analiza el comportamiento histórico y las tasas de crecimiento de los ingresos derivados de los activos utilizados para respaldar la deuda, así como los componentes y factores que impulsan el desempeño de los ingresos. Fitch utiliza supuestos y escenarios de estrés al proyectar los ingresos bajo estrés.

### Paso 3: Estructura de la Deuda y la Protección que Provee a los Acreedores

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

Fitch también analiza la constitución y los mecanismos de restitución de los fondos de reserva, ya que desempeñan un papel importante en caso de insuficiencia de liquidez. En caso de que se produzca una disminución del activo afectado para el servicio de la deuda, la existencia de un fondo de reserva reduce los riesgos de liquidez e incumplimiento del instrumento de deuda, ya que el servicio de la deuda se pagaría con este fondo.

### Paso 4: Protección Jurídica de los Acreedores

Fitch se apoya en los servicios de despachos legales que operan en cada uno de los países en los que se aplica la metodología para evaluar la solidez jurídica de los títulos de deuda de entidades subnacionales.

### Paso 5: Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda y Escenarios

El análisis de Fitch sobre la razón de cobertura del servicio de la deuda (RCSD) considera un escenario base y un escenario de calificación. El escenario base considera las proyecciones de tasa de interés, inflación y PIB del país, correspondientes al reporte "Global Economic Outlook" (GEO) más reciente de Fitch. Las proyecciones se realizan para toda la vida del instrumento de deuda y consideran sus particularidades (por ejemplo, si existe o no un período de gracia, el perfil de amortización, entre otros).

Por otro lado, el escenario de calificación considera niveles de estrés sobre las tasas de interés proyectadas y el activo afectado, con el fin de proyectar una trayectoria dentro del ciclo económico y el horizonte de calificación (la vida del instrumento calificado).

### Paso 6: Enfoque de Escalonamiento

En su proceso de calificación, Fitch analiza las características, fortalezas y debilidades de cada factor y no asigna o pondera un peso específico a dichos factores para asignar una calificación determinada o mejora respecto a la calidad crediticia de la entidad o por debajo del gobierno de nivel superior. Aunque algunos de estos factores son interdependientes, si uno de ellos presenta una debilidad significativa, puede causar que la calificación del financiamiento sea la misma que la calificación riesgo emisor de la entidad, a pesar de presentar fortalezas en otros aspectos.

### Paso 7: Análisis de Pares

Fitch realiza un análisis de pares para verificar la consistencia del escalonamiento sugerido en el paso 6, con una combinación similar de atributos y factores. El análisis se complementa comparando diferentes instrumentos de deuda con diferentes combinaciones de factores asignados a otros instrumentos del universo calificado.

### Paso 8: Mejoras Crediticias Adicionales

La agencia también evalúa mejoras crediticias adicionales que los financiamientos de deuda pueden tener, lo que podría extender la mejora de la calificación del financiamiento por encima de cuatro niveles. Ejemplos de dichos instrumentos o estructuras incluyen el uso de garantías parciales de pago oportunas (GPPO), proporcionadas por terceros, recursos adicionales y la inclusión de reservas líquidas adicionales, entre otros. Cuando dichas mejoras son incorporadas, el escalonamiento adicional tiene un rango de 1 a 3 niveles, dependiendo de las fortalezas de las mejoras y meses de pago oportuno del servicio de deuda que dichas mejoras proporcionen; asumiendo que la primera línea de defensa del instrumento (evaluado en la sección de "Lineamientos de Atributos y Escalonamiento") se haya agotado o interrumpido.

## Lineamientos de Atributos y Escalonamiento

Cada factor de riesgo y la recomendación de escalonamiento se evalúan utilizando la tabla de "Lineamientos de Atributos y Escalonamiento para Financiamientos Específicos de Subnacionales" a continuación. La tabla combina consideraciones cualitativas y cuantitativas, basadas en el instrumento específico del emisor.

Aunque la elevación máxima sobre la calificación de un emisor no suele exceder de cuatro escalones en la escala de calificación nacional (sin consideraciones de mejoras crediticias adicionales), puede aplicarse un escalonamiento más amplio si el emisor incurre en un incumplimiento restringido que, en opinión de Fitch, será temporal y no afectará a los ingresos utilizados para garantizar el instrumento de deuda.

### Lineamientos de Atributos y Escalonamiento para Financiamientos Específicos de Subnacionales

	Análisis de Activos Afectados		Estructura, Fortalezas Financieras y Legales		Análisis de Cobertura	
	Desempeño de Activos	Fundamento Legal	Vehículo de Propósito Especial	Riesgo de Tasa de Interés	Fondo de Reserva	Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda
Atributos evaluados en 'Más Fuerte' – Nivel más amplio de mejora en 3 a 4 subniveles	Estabilidad en el desempeño de los activos, (p. ej., fórmulas de asignación definidas), comportamiento adecuado conforme a ciclos económicos de recesión. Tasas históricas positivas de crecimiento.	Fundamento jurídico robusto. La opinión legal externa concluye que la transacción cumple plenamente con las regulaciones locales, exigibilidad de los términos acordados y características de irrevocabilidad.	Los ingresos afectados son divididos en un fideicomiso u otro arreglo de custodia para asegurar los pagos completos y oportunos del servicio de deuda. Fiduciario con las mejores prácticas del mercado.	Obligación de tasa de interés fija, ya sea explícita o mediante el uso de derivados (límites de tasa de interés o permutas financieras), de contrapartes cuyas calificaciones deben ser acordes con la calificación de los instrumentos de deuda respectivos.	Fondos robustos de reserva que reducen los riesgos de liquidez y la probabilidad de usarlos es reducida. (Fondo de reserva > 2.0 pagos mensuales; o Fondo de reserva > 1.0 pago periódico para instrumentos de deuda con pagos periódicos superiores a un mes).	RCSD alta en el escenario de calificación (RCSD > 2.0x).

## Lineamientos de Atributos y Escalonamiento para Financiamientos Específicos de Subnacionales

	Análisis de Activos Afectados		Estructura, Fortalezas Financieras y Legales			Análisis de Cobertura
	Desempeño de Activos	Fundamento Legal	Vehículo de Propósito Especial	Riesgo de Tasa de Interés	Fondo de Reserva	Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda
Atributos evaluados en 'Rango Medio' – Nivel moderado de mejora en 2 a 3 subniveles	Desempeño de activos relacionado estrechamente con los ciclos económicos.	Base legal sólida. La opinión legal externa puede mostrar algunos indicadores o contingencias.	Los ingresos afectados son divididos en un fideicomiso u otro arreglo de custodia.	Exposición a tasas variables de interés. Uso de derivados, de contrapartes cuyas calificaciones no son acordes con la calificación de los instrumentos de deuda respectivos.	Fondos moderados de reserva que reducen los riesgos de liquidez y la probabilidad de usarlos es reducida. (1.0 pagos mensuales > Fondo de reserva < 2.0 pagos mensuales)	RCSD moderada en el escenario de calificación (1.0x>RCSD<2.0x)
Atributos evaluados en 'Más Débil' – Sin mejora o mejora limitada en 0 a 2 subniveles	Desempeño de activos incierto conforme a escenarios económicos adversos. Tasas de crecimiento negativas frecuentes.	Base legal débil, los documentos financieros podrían presentar inconsistencias. La administración del emisor experimenta riesgo político alto.	Ingresos afectados son separados en un arreglo de custodia más débil. Fiduciario con antecedentes históricos de riesgo operacional.		Fondos nulos de reserva, o fondos insuficientes para cubrir el servicio de deuda periódico.	RCSD baja en el escenario de calificación (RCSD<1.0x)

Fuente: Fitch Ratings

## Factores Clave de Riesgo

### Desempeño de los Activos

Fitch analiza el comportamiento histórico y las tasas de crecimiento de los ingresos derivados de los activos utilizados para respaldar la deuda, así como los componentes y factores que impulsan el desempeño de los ingresos. Asimismo, Fitch utiliza supuestos y escenarios base y de calificación al proyectar los ingresos bajo estrés.

Fitch solicita información mensual de por lo menos los últimos cinco años en la recaudación de impuestos o ingresos derivados del activo que se afectará como fuente de pago. Las tasas de crecimiento en términos nominales y reales para diferentes períodos son evaluadas y se hacen proyecciones considerando los escenarios descritos en la subsección "Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda y Escenarios". Fitch también analiza los componentes de los ingresos, las estructuras y los sistemas de recaudación.

En el proceso de análisis, Fitch evalúa el historial de información respecto a los ingresos afectados y las variables que inciden en su crecimiento (registro de contribuyentes, tasas impositivas, fuentes de cobro, previsibilidad y base legal de las transferencias). Además, el grado de confiabilidad de la información histórica es muy importante. Para ese propósito, la gran mayoría de los emisores validan dicha información mediante servicios ofrecidos por reconocidos despachos de auditoría externa. Esto también aplica a proyecciones de ingresos proporcionadas por el emisor. Fitch revisa las proyecciones de los emisores durante el análisis, pero dicha información no reemplaza los escenarios internos de estrés, desarrollados y aplicados por Fitch.

Los ingresos de las entidades subnacionales en mercados emergentes utilizados más comúnmente para respaldar el servicio de deuda de los financiamientos son impuestos, derechos e ingresos recolectados centralmente y transferidos desde niveles superiores de gobierno. Fitch analiza cuidadosamente la estructura y afectación de los ingresos hacia estos instrumentos de deuda dado que la entidad subnacional tiene el derecho exclusivo de recolectar y recibir dichos ingresos (impuestos y derechos).

## Estructura, Fortalezas Financieras y Legales

Fitch revisa las características y tipo de deuda que la entidad pretende tomar (por ejemplo, la prioridad con otros compromisos financieros, subordinación, etc.), denominación de la deuda (moneda local, ligada a la inflación o algún otro índice), tasa de interés (fija o variable), uso de coberturas de tasas de interés o derivados, así como el perfil de amortización.

### Fundamento Legal

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

Desde el punto de vista de Fitch, la estructura de ingresos afectados puede proporcionar una mejora desde el riesgo de incumplimiento de las subnacionales, siempre que el fideicomiso o mecanismo de custodia proporcione seguridad jurídica a los acreedores e inversionistas; con el cual, ante eventos de incumplimiento o insolvencia de un emisor subnacional, se separan los ingresos afectados de otros acreedores y del manejo operativo de la entidad subnacional. Fitch considera que de esta manera se establece un mecanismo ágil y transparente para la recepción adecuada, conservación en su caso, destino y distribución de los recursos que serán usados para priorizar y cubrir el servicio de deuda de manera oportuna, sin acción adicional de la entidad subnacional.

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

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

### Riesgo Político

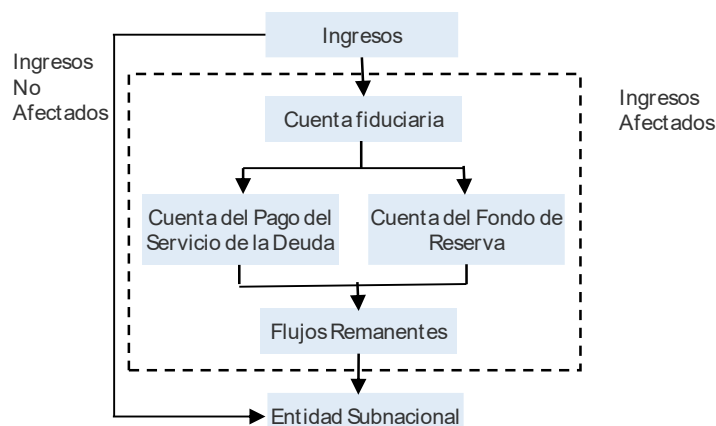
Fitch evalúa los riesgos políticos relacionados con posibles cambios en la base de ingresos y los factores mitigantes que se han establecido en los documentos de estructura, como la creación de reservas adicionales, reemplazo de activos y eventos o detonantes que deriven en una amortización anticipada del saldo insoluto de la deuda. Estos riesgos políticos vinculan las calificaciones de los instrumentos de los subnacionales a las calificaciones de los emisores.

A pesar de lo mencionado, una posible contingencia que las estructuras de financiamiento del subnacional enfrentan es el riesgo político. Este tipo de riesgo puede ser visto en entidades subnacionales con un desempeño presupuestal débil, prácticas administrativas deficientes o con incertidumbre en gobernanza. Algunos factores que ocasionarían que las futuras administraciones tengan cuestionamientos de la afectación de los ingresos y los mecanismos de custodia para aislar dichos ingresos son la complejidad del marco legal, el cumplimiento del estado de derecho y el período de tiempo significativo para resolver las disputas legales. Sin embargo, estos riesgos son incorporados en el perfil de riesgo del Gobierno, paso clave para asignar una calificación de riesgo emisor de acuerdo con la "Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales".

### Vehículo de Propósito Especial

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

**Flujo de Ingresos Afectados**



Fuente: Fitch Ratings

La afectación de los ingresos debe asegurar la separación apropiada de las operaciones del emisor ya que implementar transacciones de venta real por el subnacional típicamente no es posible. Los gobiernos subnacionales realizan una afectación de recursos para el instrumento, así como alguna forma de mecanismo de custodia para impedir la interrupción o redirección de flujos de efectivo afectados para el servicio de deuda de dichos instrumentos. Fitch evalúa los riesgos políticos de interrupción, retraso o redirección. La demostración de las características de irrevocabilidad y las notificaciones de afectación de los ingresos son características que tienen un impacto favorable en la calificación del instrumento de deuda.

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

Al analizar la calificación de un financiamiento, si Fitch espera que, dada la volatilidad de los ingresos afectados o el nivel alto de apalancamiento de la estructura, otros recursos de la entidad subnacional serán necesarios para evitar un incumplimiento o completar el servicio de deuda, el financiamiento será calificado en el mismo nivel que el emisor subnacional.

En cuanto a las obligaciones de hacer y no hacer que se establecen en el fideicomiso y documentos del financiamiento, Fitch hace énfasis especial en los efectos que las obligaciones relacionadas con el endeudamiento y desempeño presupuestal pueden tener en la calificación de la entidad subnacional. Además de la típica obligación para mantener una cobertura natural superior a un mínimo determinado en la estructura, otros indicadores establecen máximos en el nivel de endeudamiento y un mínimo en el servicio de deuda respecto a los ingresos totales o corrientes de la entidad, por mencionar algunos ejemplos. Fitch evalúa el desempeño histórico y proyectado de las métricas financieras relativas a los límites de activación establecidos por las obligaciones financieras. Finalmente, el análisis del instrumento de deuda también incluye una evaluación de la aplicación de los recursos obtenidos mediante el financiamiento, que en la mayoría de los casos es para financiar infraestructura pública. Fitch también toma en consideración el detalle de la aplicación de dichos recursos, dado que la ley puede requerir dedicación a propósitos específicos.



## Riesgo de Tasa de Interés

Este factor incorpora el riesgo de volatilidad de la tasa de interés que puede presentarse a corto, mediano y largo plazo. En caso de un incremento brusco de la tasa de interés, un instrumento de deuda que tenga una tasa de interés variable sufrirá un incremento sustancial en el pago de intereses. Los instrumentos de deuda que cuenten con esquemas de cobertura (derivados), contratados con entidades financieras con riesgo de contraparte acorde, estarán protegidos contra este tipo de riesgo.

## Fondo de Reserva

Fitch analiza la constitución y los mecanismos de restitución de los fondos de reserva, ya que desempeñan un rol importante en caso de insuficiencia de liquidez. En caso de que se produzca una disminución del activo afectado para el servicio de la deuda, disponer de un fondo de reserva reduce los riesgos de liquidez e incumplimiento del instrumento de deuda, ya que el servicio de la deuda se pagaría con este fondo.

Las entidades subnacionales incorporan fondos de reserva a sus estructuras con el fin de proteger el instrumento de deuda de un déficit repentino de los ingresos afectados. Fitch evalúa las características de este fondo, las fuentes para su constitución y la obligación contractual de mantenerlo en el VPE y su reconstitución a lo largo de la vida del instrumento.

## Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda y Escenarios

El análisis de las coberturas del servicio de la deuda hecho por Fitch consiste en la aplicación de varios escenarios adversos de proyección, en relación con el comportamiento del activo utilizado como fuente de pago, el servicio de deuda del financiamiento considerando sus características contractuales y las variables macroeconómicas principales (como tasas de interés e inflación). El desarrollo y uso de escenarios es dinámico y depende de las perspectivas económicas y financieras en cada país.

## Escenario Base, Escenario de Calificación y Sensibilidad Adicional

Fitch evaluará un escenario en donde las coberturas del servicio de deuda sirvan como el escenario esperado de la agencia en el ambiente macroeconómico actual. Este caso sirve como el “escenario base” y punto de partida del análisis de sensibilidad. Los supuestos macro usados en el escenario base derivan principalmente de la información económica de Fitch (en particular, “Global Economic Outlook”) y los reportes soberanos de Fitch; en ausencia de dicha información, Fitch usaría otras instituciones económicas y de investigación de prestigio. El “escenario de calificación” consistirá en un escenario a lo largo del ciclo que incorpore una combinación de estreses de los ingresos afectados y del servicio de deuda, como se describe a continuación. Estos estreses se componen principalmente por referencia a eventos históricos, análisis de los pares y expectativas de Fitch para el futuro. Estos pueden incorporar un escenario particular de eventos en los que los ingresos afectados y el financiamiento sean particularmente vulnerables, como una desaceleración en la actividad económica o los efectos de la inflación sobre el desempeño de los ingresos afectados o volatilidad de moneda y tasa de interés.

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

Al analizar los instrumentos de deuda en estructuras que demuestran métricas robustas de cobertura, Fitch usualmente limita la mejora para la calificación del instrumento de deuda hasta cuatro escalones por encima de la calificación del emisor [ver sección de “Lineamientos de Atributos y Escalonamiento”]. Ante fuertes coberturas, Fitch generalmente espera que los ingresos afectados sean suficientes y no requieran usar los fondos de reserva para cubrir los pagos del servicio de deuda conforme a su “escenario de calificación”.

En sus escenarios de estrés, Fitch no considera otros flujos de efectivo que podría provenir de otros recursos a los que un subnacional tenga acceso. La disponibilidad de esos otros ingresos es restringida por la calificación de emisor de la entidad y no puede proporcionar una base para cualquier mejora. Conforme a situaciones de mayor estrés que lo esperado, es probable que un

emisor simplemente busque reestructurar/refinanciar los valores específicos en lugar de dar acceso al acreedor a ingresos adicionales actuales del subnacional. La mayoría de las estructuras analizadas por Fitch son de transferencia (*pass-through*), donde cualquier exceso de efectivo, después de pagar la deuda, es transferido por el fiduciario al emisor subnacional y usualmente usado por el subnacional para propósitos operativos. En un escenario de alto estrés, Fitch considera que dichos flujos de efectivo no existirían y que habría poco incentivo para reasignar los escasos recursos adicionales.

## Análisis de Pares

El análisis de pares es pertinente en el proceso de establecer el posicionamiento del escalón específico de la calificación del instrumento según el resultado analítico sugerido por la tabla de “Lineamientos de Atributos y Escalonamiento”. Cuando Fitch tenga a su disposición información sobre pares de instrumentos específicos a los cuales se haya asignado una calificación (por lo general para los mismos atributos, estructura y enfoque), la utilizará para el análisis comparativo de los factores de riesgo individuales (tanto cualitativos como cuantitativos), o bien, para establecer la calificación del instrumento con respecto al grupo de pares.

El análisis de pares desempeñará un rol más importante en los países en los que la cartera de calificaciones está más desarrollada. Fitch utiliza métricas estándar, normalizando los supuestos y utilizando definiciones uniformes para garantizar la comparabilidad. De acuerdo con este enfoque, los escenarios de calificación en un determinado país o nivel se basarán en supuestos macroeconómicos comunes, y los supuestos entre los distintos países se comparan y evalúan entre sí.

## Enfoque de Escalonamiento

Bajo un enfoque de abajo hacia arriba, el financiamiento evaluado con una mayoría de evaluación de atributos en ‘Más Fuerte’, según la tabla en la sección de “Lineamientos de Atributos y Escalonamiento”, se le puede asignar una calificación que sea tres a cuatro niveles superior a la calificación del emisor. Una mezcla de evaluación de atributos ‘Más Fuerte’ y de ‘Rango Medio’ apoyaría una calificación que sea dos a tres niveles superiores de a la calificación de emisor. Fitch considera que si el instrumento tuviera algunos atributos evaluados en ‘Más Débil’, esto sugeriría una calificación de cero a dos niveles por encima de la calificación del emisor.

Igualar la calificación del instrumento de deuda a la calificación del emisor podría ser posible si las coberturas son muy bajas en el escenario base (razón de cobertura de servicio de deuda o RCSD < 1.0x) que indica que el emisor necesitará añadir su propio respaldo al financiamiento.

En caso de subordinación de la deuda, Fitch puede aplicar un escalón negativo al instrumento específico que esté subordinado a otro instrumento preferente, aunque mantenga la misma evaluación de atributos del instrumento preferente. Esto se debe a los riesgos mayores de liquidez y servicio de la deuda a los que se enfrentan los créditos subordinados.

Fitch deberá limitar el escalonamiento en caso de que perciba un riesgo de entrega oportuna del activo afectado al fideicomiso. Esta situación puede presentarse bajo préstamos bancarios municipales donde un Gobierno de nivel superior recibe el activo afectado de un Gobierno nacional y luego lo transfiere al fideicomiso. El gobierno de nivel superior puede atrasar la entrega del flujo al fideicomiso, afectando el pago oportuno del instrumento de deuda.

Bajo un enfoque de arriba hacia abajo, si la mayoría de los factores de calificación son evaluados en ‘Más Fuerte’, el instrumento de deuda puede ser igualado a la calificación de largo plazo en escala nacional del gobierno de nivel superior (de arriba hacia abajo menos cero). Una mayoría de los factores de calificación en rango medio llevaría a un enfoque de arriba hacia abajo menos un escalón. Finalmente, la presencia de un factor de calificación ‘Más Débil’ puede llevar a un enfoque de abajo hacia arriba, partiendo de la calificación nacional de largo plazo del subnacional, lo que implica que el instrumento de deuda puede eventualmente necesitar ingresos adicionales por parte del emisor.

## Mejoras Crediticias Adicionales

Fitch evalúa las mejoras crediticias adicionales que pueden tener los títulos de deuda. Estas mejoras adicionales podrían elevar la calificación del instrumento hasta tres escalones por encima de la que sería sin las mejoras. Por lo general, las estructuras cuentan con fuentes adicionales o ingresos afectados secundarios y la inclusión de reservas de liquidez adicionales. Asimismo, dichos instrumentos podrían incluir el uso de GPPO proporcionadas por terceros, entre otros.

Para recursos adicionales, Fitch analiza el desempeño y la calidad del activo, el riesgo crediticio del originador y la RCSD proyectada del activo adicional debe ser igual o mayor que 1.0x.

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

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

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

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

## Análisis de Seguimiento

En el análisis de supervisión de las estructuras crediticias, Fitch realiza un seguimiento de las obligaciones de hacer y no hacer (*covenants*) establecidas, como los techos de endeudamiento o el cumplimiento de diversas métricas financieras, así como de la contratación de derivados financieros.

Fitch evalúa los efectos de incumplimiento de las obligaciones de hacer y no hacer sobre la estructura crediticia y en la calificación del financiamiento, así como el impacto posible sobre el perfil crediticio del emisor y su calificación, particularmente, si hay provisiones o cláusulas de incumplimiento cruzado. Algunas cláusulas dan a los acreedores el derecho de acelerar el instrumento de deuda por condiciones que no están relacionadas con el desempeño financiero y operativo del gobierno. Fitch asume que la mayoría de los inversionistas no optarían por acelerar la deuda si el perfil financiero del instrumento de deuda no se ve afectado de otra manera. Sin embargo, cuando el incumplimiento de un *covenant* es recurrente y sustancial, el atributo de Fundamento Legal puede evaluarse negativamente y, por lo tanto, afectar al escalonamiento. Aunque la estructura que apoya el financiamiento es fortalecida con fondos adicionales de reserva, la restricción de flujo de efectivo que fluirían, de otra manera, a la entidad subnacional podrían resultar en presión sobre sus calificaciones ya que la entidad puede buscar refinanciar o reestructurar su deuda. Esa presión podría reducir la calificación de la entidad subnacional, lo cual también reduciría la calificación del financiamiento específico vinculado a esta misma entidad.

Fitch también evalúa el flujo de efectivo del VPE y vigila los fondos de reserva de los instrumentos específicos y la RCSD real. Si las RCSD reales observadas en el análisis de seguimiento se sitúan sistemáticamente por debajo de las proyecciones del escenario de calificación, Fitch limitaría la evaluación de atributos a un intervalo acorde con las RCSD reales.

## Variaciones en las Metodologías

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

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

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificaciones cuando el riesgo, característica u otro factor relevante para la asignación de una calificación y la metodología aplicada a este, estén incluidos dentro del alcance de la metodología, pero cuando el análisis descrito en la metodología requiera modificación para tratar factores específicos para la transacción o entidad particular.

## Fuentes de Datos

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

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

## Limitaciones

Las calificaciones, incluyendo Observaciones y Perspectivas de calificación, asignadas por Fitch están sujetas a las limitaciones especificadas en el documento "Definiciones de Calificación", disponible en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

## Sensibilidad de Supuestos de Calificación

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

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

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

---

Esa presión podría reducir la calificación riesgo emisor del subnacional, lo cual afectaría también la del financiamiento específico con el que está vinculada.

## Divulgación de la Metodología

Los siguientes elementos se incluyen en los comentarios de acción de calificación de Fitch y en los reportes de emisor:

- Una descripción de los principales factores que influyen en la calificación.
- Una sección sobre la derivación de la calificación, que explica la derivación y la relación con la calificación del emisor.
- Una descripción breve de los supuestos principales del escenario de calificación.
- Cualquier ajuste analítico realizado en los datos facilitados por el emisor. Se incluirá una descripción de los principales supuestos en que se basa el ajuste.
- Cualquier variación de los criterios.
- Información provista por otras fuentes, de ser relevante para la calificación.

Dado que la traducción de esta metodología aplica a nivel regional en Latinoamérica, los decimales se indican con punto y los millares con coma para efectos de estandarización de separadores nominales. Además, se usa la palabra calificación en lugar de clasificación.

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones siguiendo este enlace: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Además, las definiciones de calificación de Fitch para cada escala de calificación y categorías de calificación, incluidas las definiciones relacionadas con incumplimiento, están disponibles en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) bajo el apartado de Definiciones de Calificación. Las calificaciones públicas, criterios y metodologías están disponibles en este sitio en todo momento. El código de conducta, las políticas sobre confidencialidad, conflictos de interés, barreras para la información para con sus afiliadas, cumplimiento, y demás políticas y procedimientos de Fitch están también disponibles en la sección de Código de Conducta de este sitio. Los intereses relevantes de los directores y accionistas están disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch puede haber proporcionado otro servicio admisible o complementario a la entidad calificada o a terceros relacionados. Los detalles del(los) servicio(s) admisible(s) de calificación o del(los) servicio(s) complementario(s) para el(los) cual(es) el analista líder tenga sede en una compañía de Fitch Ratings registrada ante ESMA o FCA (o una sucursal de dicha compañía) se pueden encontrar en el resumen de la entidad en el sitio web de Fitch Ratings.

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 afirmó 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 USD 1,000 a USD 750,000 (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 USD 10,000 y USD 1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación 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.

Fitch Ratings, Inc. está registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (en inglés, U.S. Securities and Exchange Commission) como una Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO"; *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*). Aunque ciertas subsidiarias de calificación crediticia de la NRSRO están enlistadas en el Item 3 del documento "Form NRSRO" y, como tales, están autorizadas para emitir calificaciones crediticias en nombre de la NRSRO (ver <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), otras subsidiarias no están enlistadas en el documento "Form NRSRO" (las "no NRSRO") y, por tanto, las calificaciones crediticias emitidas por estas subsidiarias no son emitidas en nombre de la NRSRO. Sin embargo, personal de las subsidiarias no NRSRO puede participar en la determinación de calificaciones crediticias emitidas por, o en nombre de, la NRSRO.

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".

Derechos de autor © 2023 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.