

## Introducción

Las calificaciones de VERUM son opiniones que reflejan la calidad crediticia de un emisor, una emisión o una obligación financiera determinada. Estas se encuentran basadas en medidas e indicadores que evalúan la capacidad y voluntad de una entidad de cumplir oportunamente con sus compromisos financieros (ya sea interés y/o principal) de acuerdo a los términos acordados.

El enfoque de calificación de VERUM emplea herramientas analíticas que incorporan múltiples factores cuantitativos y cualitativos. Nuestras calificaciones reflejan una evaluación de la situación financiera actual de la entidad, así como el desarrollo que se espera tenga en el futuro. Los indicadores y herramientas incluidas en esta metodología constituyen un procedimiento que pretende estandarizar la función de análisis crediticio además de elevar la eficiencia y calidad del mismo. Estos criterios no son limitativos, sino que sólo constituyen un marco de referencia general.

No obstante lo anterior, la decisión de otorgar una calificación no puede ni debe basarse enteramente en un conjunto determinado de reglas o de técnicas analíticas fijas. Cada analista que participa en el proceso de análisis debe usar su sentido común y buen juicio, así como ser especialmente previsor en el desempeño futuro del emisor y su entorno. Adicionalmente, es importante resaltar que las decisiones de calificación son tomadas por un Comité de Calificación en el cual las opiniones y criterios de los miembros pueden ser diversas. Si bien podemos establecer ciertos parámetros que nos ayuden a establecer los niveles deseados de los indicadores para cada rango de calificación, los miembros del Comité pueden decidir a su criterio si existe algún factor o variables particulares que sean lo suficientemente importantes para determinar cierta calificación.

Adicionalmente, nuestro análisis toma en cuenta una serie de variables relacionadas a factores administrativos, económicos y sistémicos. VERUM examina la capacidad de la entidad para cumplir con sus compromisos financieros tomando como base un entorno operativo normal, complementándolo con un análisis de sensibilidad que aplica diferentes condiciones de estrés a cada escenario. Aunque esta metodología se centra en calificar obligaciones generales, también es relevante para asignar calificaciones a emisiones de deuda específicas, como se señala en la parte complementaria del documento.

## Analistas

**Daniel Martínez Flores**

T (52 81) 1936 6692

M [daniel.martinez@verum.mx](mailto:daniel.martinez@verum.mx)

**Ignacio Sandoval Jáuregui**

T (52 81) 1936 6694

M [ignacio.sandoval@verum.mx](mailto:ignacio.sandoval@verum.mx)

**Jesús Hernández de la Fuente**

T (52 81) 1936 6693

M [jesus.hernandez@verum.mx](mailto:jesus.hernandez@verum.mx)

**Jonathan Felix Gaxiola**

T (52 81) 1936 6693

M [jonathan.felix@verum.mx](mailto:jonathan.felix@verum.mx)

## Metodología de Calificación

### I. Riesgo Emisor: Obligación General

Las siguientes directrices proporcionan una visión general de los factores cuantitativos y cualitativos que VERUM considera en el análisis de una entidad sub-nacional mexicana. Con el propósito de ser prácticos, esta metodología cubre a las diferentes entidades sub-nacionales, las cuales incluyen estados, municipios y organismos públicos descentralizados.

El análisis es la base fundamental de las calificaciones asignadas por VERUM. Nuestras opiniones se basan en una clara comprensión de los fundamentales de la entidad a calificar y el entorno en el que participa. La calidad crediticia y/o calificaciones de riesgo emisor asignadas por VERUM, evalúan la voluntad y capacidad de una entidad para efectuar el pago de sus compromisos financieros en tiempo y forma, sin considerar ninguna garantía específica o subordinación, evaluando, por lo tanto, el riesgo de crédito quirografario de esa entidad. Estas metodologías son intencionalmente amplias en su alcance, reconociendo que el asignar calificaciones de riesgo crediticio es un proceso dinámico y cada entidad posee características únicas y asume diferentes niveles de riesgo.

El proceso analítico de VERUM para asignar calificaciones a entidades sub-nacionales se enfoca en las siguientes áreas clave:

1. Estructura económica
2. Composición demográfica
3. Resultados financieros y análisis de razones financieras
4. Consideraciones políticas y jurídicas
5. Estructuras administrativas y gestión

#### 1. Estructura económica

Nuestro análisis de la estructura económica gira en torno a una comprensión fundamental de los principales motores económicos de la autoridad local. A fin de determinar la salud fiscal de la autoridad local y la estabilidad del crecimiento de los ingresos, VERUM examina la amplitud, diversificación y otras características importantes de la base económica. Las economías sanas se caracterizan típicamente por poseer una base de ingresos y producción en crecimiento, inversión privada y pública, actividad de construcción dinámica, así como un sector comercial y de servicios diversificado.

El primer paso es establecer la posición económica relativa de la entidad local, desde una perspectiva regional, así como desde una perspectiva nacional. Dentro de los factores considerados se incluyen la ubicación geográfica, el tamaño (tanto

en términos de población como en área territorial), niveles de ingreso y el nivel de desarrollo de la infraestructura. Se toman estos factores como el punto de partida, ya que estos representan la base fundamental de cualquier entidad a calificar. El propósito de revisar primero estos factores es lograr obtener una visión general del posicionamiento de la entidad dentro de su entorno, para después profundizar el análisis de las variables relevantes más adelante.

La diversificación de la base económica subyacente es un factor considerado, al igual que la naturaleza de las instituciones y/o los empleadores más grandes e importantes. Esto proviene de diversos estudios que han demostrado la correlación entre la concentración de actividades y el incumplimiento en sus obligaciones, especialmente con respecto a pequeñas entidades. Las entidades locales que dependen de un solo sector o empleador, también se encuentran más expuestas a la estacionalidad y volatilidad de la actividad económica.

La evaluación de la economía comienza con la determinación de los tipos de actividad económica que dominan la zona. Por ejemplo, algunos emisores dependen en gran medida de una industria como la acerera o la turística, mientras que otros tienen una base más diversa. Una economía amplia, diversa y estable tiene fortalezas crediticias, mientras que una concentración excesiva en una o en un pequeño grupo de sectores de alguna industria o contribuyentes, pueden ser motivo de preocupación. Para los emisores que dependen de los impuestos a la propiedad en una gran proporción de sus ingresos, VERUM presta especial atención al nivel y las tendencias en la valuación de la base impositiva, así como a sus contribuyentes más grandes.

Al analizar el tema de la diversificación, lo más deseable es que la entidad cuente con una amplia base de actividades en diversos sectores económicos que a su vez estén compuestas por un gran número de empresas, lo que minimiza la concentración y dependencia de la actividad económica en una sola industria o en un solo empleador. Se considera favorable el que la entidad cuente con presencia de diversas industrias en su territorio. En ciertas ocasiones es común observar alguna concentración de industrias en ciertas regiones, ya que estas establecen clústeres industriales en donde alinean a sus proveedores para integrarlos a la cadena productiva, haciendo la producción más eficiente. En estos casos es relevante analizar el número de empresas que operan en la entidad, el tamaño de sus operaciones en la región, la importancia de estas operaciones dentro de la compañía a nivel global y otros factores que nos ayuden a determinar la importancia de estas operaciones. Esto nos da una idea de la probable continuidad y posible crecimiento que se pueda tener en la región a futuro, lo que significará mayor o menor potencial de desarrollo para la entidad.

La naturaleza del mercado laboral también se evalúa, incluyendo su tasa de desempleo, niveles de ingresos (medido por el ingreso per cápita y PIB per cápita), la estabilidad del mercado de trabajo y las tendencias de crecimiento del empleo.

Dentro del análisis VERUM considera estas variables y las compara contra otras entidades de la región, o entidades que consideremos que poseen características similares, para determinar el posicionamiento y desarrollo de estos indicadores en un contexto nacional y regional. En general, un aumento en los niveles de ingreso per cápita se traduce en una mayor flexibilidad para poder aumentar impuestos, lo que se considera positivo para la entidad.

Al examinar las tendencias en la generación de ingresos y riqueza del emisor en comparación con los de la región y el país, nos da una percepción de la velocidad a la cual se está creando valor económico, lo que tiene incidencia sobre los ingresos futuros y el desarrollo potencial de la entidad.

Otro factor que se toma en consideración es la tendencia de la inversión pública y privada en la entidad y el estado de su infraestructura. Esto se realiza conjuntamente con un análisis de la demografía y las perspectivas de crecimiento, con el fin de asegurar que las necesidades estructurales de largo plazo de la entidad puedan ser satisfechas. Es necesario invertir continuamente en infraestructura pública para poder potencializar los beneficios completos del crecimiento económico. Al mencionar infraestructura pública nos referimos tanto a infraestructura física (carreteras y caminos, puentes, puertos, etc.) y social (instalaciones de educación, de salud, etc.).

El estado de la infraestructura es un determinante básico que influye en el desarrollo potencial de una entidad. Las inversiones del sector industrial privado, tanto nacional como internacional, buscan ubicaciones estratégicas donde puedan contar con todas las facilidades y servicios que requieren para operar eficientemente. Es por eso que el contar con una infraestructura adecuada, por ejemplo: carreteras y caminos, puertos, mano de obra calificada, entre otras, puede ser un factor determinante para atraer mayor inversión.

El análisis de VERUM incluye una revisión del estado actual de la infraestructura, la inversión y avances logrados en los últimos años, así como los planes y proyectos para mejorar dicha inversión. Se consideran los montos invertidos en infraestructura, el destino de los recursos y la efectividad de la inversión en términos de los avances logrados en este rubro. Asimismo se evalúan los presupuestos de inversión tomando en cuenta el tamaño, el origen de los recursos para financiarla y si estos se encuentran acorde a la capacidad de generación de ingresos de la entidad. Si bien el invertir en infraestructura pública es un factor determinante en el crecimiento económico de una entidad, y generalmente tiene un efecto positivo en la producción y productividad, es importante tener en mente que los montos de inversión no sobrepasen la capacidad de generación de la entidad.

Igualmente, el ritmo de crecimiento de la población es una variable importante a analizar, ya que si bien normalmente un crecimiento en la población es un factor positivo, en ocasiones las economías que crecen con demasiada rapidez por lo

general colocan una presión excesiva en las necesidades de infraestructura y servicios de la entidad. En estos casos los requerimientos de capital para el financiamiento del crecimiento de la infraestructura pueden ser elevados y traer riesgos financieros adicionales a ésta. VERUM toma en consideración este factor y evalúa si el ritmo de crecimiento de la entidad es adecuado y no excede sus capacidades. Asimismo, una población estable no necesariamente representa un factor negativo, mientras que las economías con una población en declive muestran mayor debilidad debido a la probable disminución de los ingresos proyectados y el aumento en los niveles de concentración de estos.

Por último, VERUM analiza la ubicación geográfica de la entidad y la proximidad a los principales centros económicos dentro de la zona, teniendo en cuenta la importancia estratégica de la entidad desde una perspectiva nacional. El acceso a infraestructura de transporte, tanto a nivel local como nacional, es una consideración clave, incluidos medios de transporte como ferrocarriles, puertos y líneas aéreas. Asimismo, se evalúa el estado del sistema de transporte público local.

## **2 Composición demográfica**

La composición demográfica de una entidad sub-nacional se analiza en conjunto con su estructura económica. Esto es especialmente pertinente si se considera en el contexto la capacidad de la población para influir en la demanda por servicios públicos y crecimiento de los ingresos. VERUM reconoce que el tamaño de la entidad por sí sola no es un factor decisivo, aunque el tamaño pudiera ser el reflejo de otros atributos favorables, tales como la diversificación. Algunos de los factores que se toman en cuenta son:

- El tamaño absoluto y densidad de la población.
- La tasa de crecimiento histórica y proyectada – poblaciones estables o con crecimiento moderado son consideradas como óptimas, mientras que las poblaciones en declive o con un crecimiento acelerado en general se consideran desfavorables. Como se mencionó en el punto anterior, si una población muestra un crecimiento acelerado puede traer presiones a la entidad en cuanto a requerimientos de servicios e infraestructura. Por otra parte, una población decreciente tiene una menor demanda de inversión y también representa una base impositiva más pequeña y, por consecuencia, refleja menores ingresos para la entidad, por lo cual puede ser una señal de otros problemas de fondo.
- Estratificación del perfil de edad, incluido un análisis de la población económicamente dependiente (es decir, la proporción de la población que es menor de 16 años y mayor de 65). Idealmente, lo que se busca es que exista una alta proporción de población económicamente activa en la población total. Entre más alta sea esta proporción, se considera que la entidad tiene

mayores posibilidades de desarrollo, lo cual es una señal positiva para el crecimiento futuro de la entidad.

- La prosperidad de la población local, medida por el PIB per cápita y niveles de ingresos en relación con los promedios regionales y nacionales, también es evaluado.

Nuestro análisis de la composición demográfica es observado en conjunto con las variables de desarrollo económico y de infraestructura, a fin de obtener un conocimiento profundo de la situación socio-económica de la administración local. Esto toma en cuenta factores como las fuentes de energía usada por hogar, así como la disponibilidad de agua, saneamiento, eliminación de desechos, tipo de vivienda y servicios de teléfono y otros medios de comunicación. Esto es particularmente importante cuando se analizan economías emergentes o subdesarrolladas y se toma en consideración la capacidad de la autoridad local para hacer llegar estos servicios a su población. En este sentido, VERUM examina atentamente los presupuestos de gastos de inversión de la entidad local y las empresas de servicios públicos clave dentro de la zona.

### **3. Resultados Financieros y análisis de razones financieras**

Si bien el análisis fundamental de las entidades sub-nacionales es la base primaria de nuestra evaluación, es importante destacar que VERUM no se reduce a un enfoque sin profundidad. Esto implica que no nos limitamos a asignar una calificación basada solamente en el análisis fundamental. Por el contrario, el enfoque es integrar el análisis fundamental y cuantitativo con un análisis cualitativo con bases estratégicas.

Para mantener un buen equilibrio fiscal, una entidad sub-nacional debe recaudar los ingresos suficientes para cubrir sus gastos operativos y gastos de inversión, así como los gastos por intereses y pagos del principal de su deuda contratada. El desempeño de su presupuesto es una consecuencia de las decisiones administrativas tomadas por los responsables políticos, en cuanto a la estructura de ingresos y la base de los gastos, así como del entorno económico en el que opera la entidad.

VERUM evalúa el desempeño fiscal de los últimos años y utilizando supuestos económicos que sean razonables busca proyectar el desempeño fiscal de la entidad en el mediano plazo. Nuestro objetivo es determinar si los ingresos recurrentes serán suficientes para cubrir los compromisos en curso del gasto, teniendo en cuenta las políticas existentes y las expectativas de la evolución demográfica. El proceso incluye un análisis detallado de cada lado del presupuesto, tanto el de ingresos como el de gastos. También se toma en cuenta, si el gobierno posee con una flexibilidad suficiente para poder ajustar sus estructuras de ingresos y gastos cuando sea necesario, para restaurar el equilibrio fiscal.

Asimismo, VERUM evalúa la posición de endeudamiento de la entidad, considerando la estructura de deuda, el monto, plazos, tasas, tipo de deuda (bancaria o de mercado), posición de liquidez, diversidad de fuentes de financiamiento, entre otras. Adicionalmente, el análisis de riesgo crediticio de VERUM utiliza una mezcla diversa de indicadores financieros que nos permiten evaluar de una forma más clara los diferentes aspectos de una entidad. Se tienen razones financieras relacionadas a la capacidad generación de ingresos, a la capacidad de controlar el gasto y al endeudamiento.

### *Ingresos*

Nuestro análisis en este punto se centra en la fuente de ingresos, en particular la diversificación y la volatilidad. Se hace una distinción entre la generación de ingresos por fuentes internas y externas, así como la contribución relativa de cada una de estas.

En su mayor parte, los ingresos generados por fuentes internas (como los impuestos) están directamente bajo el control de la administración local. Por lo tanto, si los ingresos generados internamente representan una proporción relativamente alta de los ingresos totales, se considera como un indicativo de mayor flexibilidad financiera. Los ingresos generados por fuentes internas generalmente se consideran más positivos para una entidad, ya que por una parte se tiene más certidumbre en cuanto a su generación y tamaño, debido a que la entidad tiene la responsabilidad y tarea de establecerlos y recaudarlos. Asimismo, la entidad tiene el control total sobre estos recursos y puede disponer de ellos de la manera que desee, dándole la posibilidad de atender las necesidades más importantes de la entidad sin restricciones.

Las autoridades locales que son dependientes casi exclusivamente de fuentes externas de ingresos (tales como transferencias federales o subsidios) son consideradas más vulnerables. Esto se debe principalmente a que existe mayor incertidumbre en cuanto a los montos otorgados vía transferencias federales a las entidades y, por lo general, estos son más volátiles. Adicionalmente, dichas transferencias no dependen de ellos sino de otros organismos y entidades, por lo cual en algunas ocasiones se pudiera dar el caso en el que una entidad tiene ciertos niveles de gastos y compromisos financieros programados y al momento de asignar las transferencias por parte de fuentes externas, estas no son suficientes para cubrir sus necesidades. Si los ingresos de la entidad están compuestos en su mayoría por fuentes externas, ésta tendrá una flexibilidad muy limitada para ajustarse a una disminución en sus fuentes externas.

Sin embargo, podrían existir excepciones a esto. Por ejemplo, VERUM consideraría favorable si tales fuentes externas de ingresos se encuentran garantizadas por un periodo determinado de tiempo. En este caso, aún y cuando las fuentes externas representen una alta proporción de los ingresos, se tienen establecidos los montos

garantizados o ingresos mínimos, por lo que se tiene mayor certidumbre en cuanto a los flujos de ingresos y, por lo tanto, se puede realizar una mejor planeación del gasto. Al evaluar el presupuesto de gasto si los ingresos mínimos cubren todos los gastos, el riesgo de crédito sería mínimo en ausencia de aumentos extraordinarios en el gasto.

Al evaluar las transferencias y subsidios recibidos de entidades, ya sean federales o estatales, dependiendo del caso, VERUM toma en cuenta los montos y si estos son suficientes para compensar las debilidades en la generación interna de recursos de la entidad. Se considera qué tan estables y predecibles son los ingresos de esta fuente, si los usos de los recursos son libres o restringidos y, de estar restringidos, el monto de los mismos.

VERUM considera las transferencias etiquetadas, en su caso, que sólo pueden ser utilizadas para ciertas inversiones o gastos específicos como limitantes. Si bien estos recursos proporcionan un alivio para cubrir una parte del gasto, su naturaleza restrictiva limita la flexibilidad financiera de la entidad en cuanto a su aplicación. Por lo tanto, es importante tomar en cuenta la parte de los ingresos que ya tienen su destino asignado, con el propósito de evaluar los ingresos disponibles con los que cuenta la entidad para el servicio de la deuda en diversas situaciones. Se considera favorable el poder contar con mayor libertad para el uso de recursos.

Asimismo se realiza una evaluación de la base gravable actual, así como de su sostenibilidad. Por ejemplo, los ingresos provenientes del impuesto predial se consideran en conjunto con las tendencias históricas y las previsiones en el mercado de bienes raíces. Aunque el impuesto predial tiende a ser de los más estables, una base de ingresos más diversificada puede permitir a la autoridad local a acceder a fuentes adicionales de ingresos. En general, se considera positivo el que una entidad cuente con una mezcla de ingresos diversificada. Esto reduce la concentración y dependencia en un solo factor, así como la volatilidad de los ingresos. Entre más amplio sea el rango de las fuentes de fondeo de la entidad, mejores serán sus capacidades potenciales de disponibilidad de efectivo.

Un criterio clave en este ámbito es la capacidad de la autoridad local para recaudar sus impuestos, factor que suele ser regularmente complicado en los mercados emergentes. VERUM evalúa la capacidad del gobierno de poder recolectar los impuestos que le corresponden, además de observar qué tan competente y efectiva es la administración en sus procesos de recaudación, qué proyectos y acciones se han implementado para mejorar la recaudación, cómo ha evolucionado la recaudación en los últimos años, entre otros factores. Todos estos elementos ayudan a poder tener una mejor visión de la administración y sus capacidades de poder crecer y mejorar los ingresos propios de la entidad.



Además, VERUM evalúa las pérdidas por distribución en las cuentas de servicios públicos (como agua y electricidad), así como la existencia de bajos niveles de precios en servicios e impuestos que pudieran llegar a afectar los gastos e ingresos.

### *Gasto*

En el renglón de gastos, se analiza no sólo el gasto total y su tasa de crecimiento, sino que se busca comprender las razones detrás del crecimiento en éste. Por ejemplo, podría haber sido ocasionado por un alto crecimiento poblacional y, por consecuencia, se tuvo la necesidad de invertir en desarrollar la infraestructura de servicios necesaria para la demanda de su población. Por otra parte, podría ser que se ha tenido un incremento importante en el gasto corriente y no en inversión, por lo que se buscarían las causas de dicho aumento. Por lo general, aumentos en el gasto corriente no son positivos para la entidad, ya que no se está generando una inversión. VERUM busca comprender las prioridades de la administración en términos de gasto y la flexibilidad que se tiene en cuanto a la aplicación de los recursos.

Asimismo, se observan a detalle las aplicaciones del gasto y las diferentes tendencias que cada rubro presenta con el propósito de identificar si existen cambios relevantes que modifican la estructura, o si simplemente ha continuado con el patrón histórico. De existir cambios se buscan las razones principales detrás de estos y los efectos que podrían tener a futuro en el balance fiscal.

Igualmente, la evaluación de los gastos gira en torno a gastos fijos contra gastos variables y si estos gastos son discrecionales o no discrecionales. Una proporción elevada de gastos fijos no es favorable dado que resulta en poca flexibilidad para la entidad. En todo momento se hace una comparación con las tendencias históricas de gasto de la autoridad local, así como con las medias locales y nacionales. La relación entre los gastos discrecionales (tales como gastos de capital redundante) y los gastos no discrecionales (por ejemplo, los pagos del servicio de la deuda) es importante. Nuestro objetivo es evaluar el nivel mínimo de gastos necesarios para mantener las operaciones actuales y atender el crecimiento previsto en el futuro.

Los gastos de personal a menudo constituyen la parte más importante del egreso y se le brinda especial atención a la capacidad de la entidad local para racionalizarlos si estos no se encuentran en línea con lo presupuestado. Asimismo, se aplica un análisis similar a otros gastos variables. Además, se evalúa la flexibilidad de la entidad para poder hacer ajustes en sus niveles de gasto, tanto como parte de su proceso anual de preparar el presupuesto, así como en el transcurso del año. Una entidad que cuente con la suficiente flexibilidad para ajustarse a disminuciones en sus ingresos se considera más sólida que una que tiene limitada capacidad de ajuste en sus gastos, ya que si llegan a existir disminuciones en los ingresos seguramente enfrentará una situación de déficit.

Por último, se evalúa la capacidad de la entidad sub-nacional para satisfacer cualquier gasto mayor presupuestado, tales como el financiamiento de proyectos de gran escala o cualquier vencimiento de deuda. Por ejemplo, si se tiene un vencimiento de deuda de monto significativo, se considera positivo si la entidad actúa de forma conservadora y comienza a reservar recursos para poder liquidar el vencimiento. La misma situación ocurre en proyectos de infraestructura de gran tamaño.

### ***Endeudamiento***

VERUM realiza una evaluación del endeudamiento, comenzando con el monto y perfil de vencimientos del pasivo con costo, que luego es segregado en corto y largo plazo. Se presta especial atención si existen concentraciones elevadas de vencimientos en algún año en particular, y si la entidad posee la capacidad para cumplir con esta obligación en la ausencia de opciones alternas de financiamiento. Adicionalmente, se analizan los niveles históricos de endeudamiento y sus tendencias recientes en relación a los ingresos y su crecimiento económico. Un ritmo de crecimiento en el endeudamiento mayor al de su crecimiento económico podría representar un riesgo potencial en el futuro si éste es sostenido.

Dado que cada entidad posee características únicas, no existen parámetros o reglas específicas que determinen los niveles adecuados generales para la situación de la deuda, cada caso es una situación particular. Se toma en consideración el grado de desarrollo de la entidad, ya que una entidad en crecimiento podría requerir de deuda adicional a fin de invertir en ampliar su infraestructura. Igualmente, nuestro análisis toma en cuenta el estado actual y antigüedad de la infraestructura y la necesidad de reparar o reemplazar aquélla que se ha deteriorado. Existen entidades en donde los requerimientos de inversión para reparación y mantenimiento es mayor que en otros, y por lo tanto este un factor que se debe incorporar. En estos casos es preferible que las entidades inviertan anualmente un monto específico de recursos para mantener la infraestructura en buen estado, que esperar periodos prolongados de tiempo para que la infraestructura se deteriore y luego tener una concentración elevada de requerimientos de inversión en cierto periodo para repararla. Generalmente, cuando se tienen estos requerimientos se recurre de manera más frecuente al endeudamiento para financiar la inversión.

Adicionalmente, VERUM analiza los niveles de superávit o déficit corriente y, en su caso, la flexibilidad financiera que posee la entidad. Un superávit o déficit corriente moderado se considera generalmente como un factor importante que ayuda a disminuir el impacto de una posible volatilidad en los ingresos y gastos. Los niveles que VERUM considera satisfactorios varían dependiendo de factores tales como la concentración de la base económica o fiscal, la volatilidad histórica de los ingresos y/o gastos, así como la flexibilidad que se tiene para ajustar los ingresos y gastos. Como se ha comentado anteriormente, se considera favorable el tener una base

económica amplia y diversificada, estabilidad en los ingresos y gastos, así como flexibilidad para realizar ajustes.

La existencia de reservas establecidas que se benefician de mecanismos de financiamiento automático, además de restricciones claras sobre el uso de estas, son las características crediticias más sólidas. Con esto nos referimos a estructuras o fondos en donde los recursos recaudados entran y se tiene especificado el uso de los mismos para pagar cierta deuda. En este tipo de mecanismos se asegura que los recursos sean aplicados para pagar la deuda antes de aplicarlos en otros gastos.

De la misma forma, el lograr mantener un equilibrio presupuestal consistentemente en el tiempo también es favorable, ya que genera cierta confianza de que los déficits serán mantenidos bajo control. Otro factor que puede beneficiar la flexibilidad financiera es el crear cuentas con fondos apartados que se encuentren disponibles, o puedan ser puestos a disposición de la entidad, para aplicarlos a gastos generales. Al tener este tipo de fondos se aminora el impacto negativo de algún evento inesperado que pudiera suceder.

VERUM utiliza diferentes razones financieras para medir la carga de endeudamiento del emisor sobre su población y base tributaria. Dentro de los cálculos se incluyen todas las obligaciones de largo plazo del emisor, excluyendo las pensiones sin fondear y otros pasivos relacionados a prestaciones post-empleo (pensiones), las cuales se consideran por separado en el contexto de los pasivos a largo plazo totales del emisor. Generalmente, una baja carga de endeudamiento se considera como un factor crediticio positivo. Algunas razones financieras utilizadas relacionadas al endeudamiento incluyen: Deuda Total a Ingresos Fiscales y Deuda Total a Ahorro Interno. Más adelante en la sección de Indicadores Financieros tocaremos más a fondo la explicación de estos indicadores.

VERUM revisa los diferentes tipos de deuda utilizada y su proporción del total, así como la velocidad a la que ésta se paga. Un ritmo de amortización baja restringe la flexibilidad financiera a largo plazo y, en el caso de algunas emisiones de bonos respaldadas por impuestos especiales, agrava el problema de tener fuentes de ingresos limitadas. Clarificando un poco este concepto, el tener un ritmo de amortización de la deuda bajo significa que las amortizaciones se están dejando más hacia el futuro y generalmente con montos acumulados elevados. Esto generalmente aumenta el riesgo de concentración de amortizaciones que normalmente, y si no se cuenta con la posibilidad de refinanciamiento, serían difíciles de liquidar. Si se tiene un perfil de amortizaciones más balanceado es más probable que la entidad pueda hacer frente a los vencimientos.

La revisión del endeudamiento también incluye una evaluación de los usos de los fondos prestados, donde se considera el uso de los recursos para fines diferentes a la inversión de capital como un factor negativo en el análisis de crédito. El financiar

el gasto corriente, o que no sea de inversión, con deuda significa que la entidad se encuentra operando con un ritmo de gasto que no es sostenible en el mediano y largo plazo. Si se presenta este caso, se busca entender las razones por las cuales se recurrió a financiar el gasto con deuda, averiguar qué medidas se están tomando para revertir la situación y si estas medidas son alcanzables y efectivas para corregirla.

Otro factor que VERUM analiza es el porcentaje de deuda a tasa fija en la estructura de pasivos con costo del emisor. Niveles altos de deuda de corto plazo y de deuda a tasa variable pudieran crear en el tiempo necesidades financieras inesperadas y, en casos extremos, impagables. La estructura del pasivo con costo puede ser una preocupación con las autoridades locales, especialmente en mercados emergentes. El análisis de VERUM examina la vida promedio de la deuda del emisor y su perfil de vencimientos, teniendo en cuenta el entorno nacional, el destino de los recursos obtenidos y la situación y estado de los mercados de capitales. Una razón de vida promedio de deuda corta, es decir, menor de tres años, puede ser una debilidad crediticia ya que podría indicar un riesgo de refinanciamiento significativo. Un mayor plazo, por ejemplo, de siete a 10 años o aún más, es un factor de crédito positivo.

### **Liquidez**

Para el análisis de liquidez, VERUM toma la deuda de corto plazo de la entidad y se desglosa para ver a detalle su composición. Se observa el monto total de corto plazo, cuánto representa de la deuda total, los tipos de financiamientos (deuda bancaria o de mercado) y las fuentes de financiamiento. Asimismo, se considera la posición de efectivo y equivalentes de la entidad y se compara contra los vencimientos con el propósito de determinar si con estos se cubren los requerimientos de fondos. Adicionalmente, se consideran los ingresos disponibles para aplicación de pago de deuda que también sirven como fuente para liquidar pasivos. En caso de que se determine que el efectivo e ingresos disponibles no cubren los requerimientos de pago de deuda del año, se analizan las diferentes opciones a las que la entidad podría recurrir, que por lo general es el refinanciamiento. Se evalúan las diferentes fuentes de financiamiento, acceso a los mercados, relaciones con bancos, entre otros factores, para determinar la posibilidad de tener acceso a fondeo.

Nuestro análisis de la posición de liquidez de la autoridad local no sólo se centra en los balances de fin de año, sino que también considera las necesidades de financiamiento que enfrentará durante el año, teniendo en cuenta la estacionalidad de los requisitos de liquidez.

Los principales factores considerados incluyen la trayectoria de los flujos de efectivo reales obtenidos y retenidos por la autoridad local, así como los niveles de efectivo e inversiones equivalentes que se mantienen en balance.

Se hace un énfasis especial en la calidad de estas inversiones, teniendo en cuenta las calificaciones de VERUM (si la hay) de las contrapartes. Dentro de las razones financieras fundamentales que VERUM considera se encuentran la cobertura de intereses, el flujo de caja operativo al servicio de la deuda, coeficiente de solvencia y días de efectivo en caja.

### ***Eficiencia***

La capacidad de gestión y administración (que se examinan más adelante en este informe) de una autoridad local puede impactar directamente en la eficiencia de la entidad, junto con la composición de los ingresos y gastos. Como tales, todas estas áreas son evaluadas en conjunto.

En esencia, nuestro objetivo es obtener una plena comprensión de la capacidad financiera, administrativa y operativa de la autoridad local. Al igual que muchas otras áreas de análisis, las estadísticas de eficiencia de la entidad se comparan con otros puntos de referencia pertinentes, incluyendo comparativos contra otras entidades locales, nacionales e internacionales.

En primer lugar, se realiza un análisis de las cuentas por cobrar con el fin de determinar la calidad de la cartera, incluyendo la adecuación de las provisiones, políticas de cuentas incobrables, los procedimientos de cobranza y las tendencias históricas en este rubro. Partiendo de esto, se calcula la razón de días cuentas por cobrar con el fin de determinar la capacidad de la entidad de realizar la cobranza a sus deudores. Adicionalmente se pueden derivar indicadores adicionales para determinar si se tiene una pobre capacidad recaudatoria, por ejemplo, comparando la razón de cuentas por cobrar (en valor) a los ingresos.

En el caso de que la autoridad local sea un operador o proveedor de servicios públicos (por ejemplo agua), la magnitud de las pérdidas incididas en la distribución de estos servicios deberá ser determinada. En algunos países, una gran parte del riesgo de las entidades sub-nacionales generalmente ha sido descentralizado a través de la creación de entidades del sector público que han incurrido en deuda. Estas pueden ser financiadas en gran medida a través de transferencias del emisor. Al analizar las obligaciones de deuda de un emisor, VERUM no sólo examina los pasivos contraídos directamente por éste, sino que también se considera cualquier deuda por la cual el emisor podría ser exigido a pagar en el futuro. Estas obligaciones son monitoreadas, pero normalmente son excluidas de los cálculos de la deuda directa. Sin embargo, sí se consideran en los cálculos del riesgo total de la entidad

Adicionalmente, se analizan los ingresos y las cuentas de gastos para determinar si existen ineficiencias que llamen la atención. Por ejemplo, se analiza la razón financiera de ingresos financieros entre el total de ingresos y la razón de gastos de personal a gastos totales.

Asimismo VERUM considera las obligaciones financieras relacionadas a pensiones y otras prestaciones por retiro a los empleados como parte del análisis de riesgo, reconociendo que las pensiones y las prestaciones de salud de los jubilados representan un compromiso más flexible para los futuros pagos de la deuda, en la medida en que estos puedan ser influenciados por una variedad de decisiones actuariales, contables, de inversión u otras políticas del gobierno patrocinador. VERUM enfoca su análisis en el tamaño del pasivo, la tasa de financiamiento, la capacidad de cumplir con sus compromisos, y otros supuestos actuariales y de otra índole que pudieran influir en la carga financiera. Un factor que VERUM considera positivo es que las entidades cuenten con planes de pensiones bien fondeados y que, de manera consistente, aporten su contribución anual requerida. En los casos en que la deuda no fondeada sea grande, VERUM valora positivamente la ejecución de acciones o planes para poder reducirla en el tiempo. Si los niveles del pasivo son elevados o crecientes, pueden llegar a ser un factor negativo para la calificación.

#### ***Indicadores y Razones Financieras Relevantes***

En adición a los antes mencionados, VERUM utiliza una mezcla de diversos indicadores financieros para evaluar y complementar su análisis de riesgo crediticio. Debemos tomar en cuenta que no existe un nivel o mezcla de indicadores predeterminado para llegar a cierto nivel de calificación. Estos indicadores son una herramienta adicional y representan una parte del análisis, por lo que se deben de considerar en conjunto con los demás factores cuantitativos y cualitativos para la determinación final de la calificación.

No obstante lo anterior, VERUM realiza un análisis comparativo de las razones financieras de las entidades, midiendo los diferentes indicadores de ésta con otras entidades que pudieran considerarse similares. El ejercicio de realizar el comparativo nos permite ver el posicionamiento de la entidad dentro del universo en el que opera. Si al evaluar qué calificación se le asigna a un gobierno, realizamos el comparativo y vemos que éste es menos eficiente que otros participantes del mercado, que en términos de ingresos es mucho más pequeño, menos eficiente en el gasto y que se encuentra con niveles de apalancamiento más elevados que los del promedio, difícilmente podríamos asignarle una calificación más elevada que a los otros participantes.

De igual forma, el realizar el comparativo contra otros emisores del mercado local permite al analista tener una idea de los niveles de coberturas y apalancamientos para ciertos niveles de calificación, siempre tomando en cuenta las demás variables cualitativas y cuantitativas que se deben incluir en el análisis. Generalmente las entidades agrupadas en ciertos niveles de calificación cuentan con características similares. Por ejemplo, en la categoría de calificación AA/M, normalmente se tienen entidades con importancia económica en su región, que cuenten con un balance fiscal estable, niveles de eficiencia elevados, buena planeación y ejecución de presupuestos y niveles de apalancamiento relativamente bajos.

En los siguientes puntos se enlistan los principales indicadores y razones financieras que VERUM utiliza en su análisis, incluyendo la definición de cada una de estas. Es importante señalar que en ocasiones las entidades pueden contar con partidas extraordinarias o particulares, por lo que al momento de realizar los cálculos se toman en cuenta estas partidas especiales. En estas ocasiones los cálculos agregan o restan los montos correspondientes a las partidas, para reflejar de una forma más precisa los flujos reales.

**Ingresos Fiscales Ordinarios (IFOs)** – Los ingresos fiscales ordinarios son aquellos que la entidad tiene disponibles para aplicarlos a sus necesidades. Este indicador se elabora básicamente para diferenciarlo de los ingresos totales, ya que nos da una verdadera idea de los ingresos que la entidad tendrá disponibles para su uso. Por ejemplo, en el caso de los estados en México, los ingresos totales incluyen las participaciones federales municipales, las cuales el estado no tendrá disponibles para su uso. Los cálculos pueden variar por entidad, dependiendo de los ingresos y la restricción o acceso que tengan a los recursos otorgados.

El cálculo de los IFOs para un estado con estructura de ingresos típica sería de la siguiente forma:

*IFOs = Ingresos Propios o Estatales + Participaciones Federales – Participaciones Federales correspondientes a Municipios + otros ingresos federales disponibles*

El cálculo de los IFOs para un municipio típico sería de la siguiente forma:

*IFOs = Ingresos Propios + Participaciones Federales + Participaciones Estatales + otros ingresos disponibles y recurrentes*

**Gasto Operativo (GO)** – Como su nombre lo indica es el gasto de operar la entidad y básicamente es el gasto corriente o de funcionamiento, más las transferencias no etiquetadas.

**Ahorro Interno (AI)** – El ahorro interno es el flujo de caja libre disponible para servir deuda y/o realizar inversión. Entre más elevado sea el nivel de ahorro interno, se considera más positivo para la entidad, ya que refleja eficiencia y un buen control del gasto operativo.

El ahorro interno se calcula de la siguiente forma:

*Ahorro Interno = IFOs – GO*

**Balance Primario** – Es el balance entre los ingresos totales y el gasto primario. El gasto primario básicamente son todos los gastos menos el gasto por amortizaciones e intereses.

El balance primario se calcula de la siguiente forma:

*Balance Primario = Ingresos Totales – Gasto Primario*

**Balance Financiero** – El Balance Financiero son los ingresos totales menos los gastos totales, incluyendo gastos por intereses.

**Balance Fiscal** – El Balance Fiscal incluye el pago de amortizaciones de deuda y las disposiciones de deuda nueva.

El balance fiscal se calcula de la siguiente forma:

*Balance Fiscal = Balance Financiero – Amortizaciones de Deuda + Disposiciones de Deuda*

**Ingresos Propios per cápita** – Mide la generación de ingresos propios por persona.

**IFOs per cápita** – Mide la generación de IFOs por persona.

**Inversión en Capital Total** – La Inversión en Capital Total es aquella destinada a la compra y/o mejoramiento de activos productivos para la entidad, así como las obras en infraestructura pública y proyectos productivos para la población.

La Inversión en Capital Total se calcula de la siguiente forma:

*Inversión en Capital Total = Compra o adquisición de Bienes o Activos Muebles e Inmuebles + Inversión en Obras de Infraestructura Pública y Proyectos Productivos.*

**Inversión per cápita** – Mide los niveles de inversión por persona.

**Ingresos Propios o de la Gestión / Ingresos Totales (%)** – Mide el porcentaje de ingresos generados internamente por la entidad contra los ingresos totales. Por lo general, se considera positivo que este número sea alto, ya que significa una menor dependencia de ingresos que no son determinados por la misma entidad. Asimismo, si este indicador se muestra en buenos niveles, o muestra una tendencia positiva, refleja una buena operación y capacidad de recaudación. Sin embargo, en países como México donde los ingresos por transferencias o participaciones federales son importantes, este indicador generalmente es bajo.

**Gasto Operativo / IFOs (%)** – Mide la eficiencia en términos operativos de la entidad en relación a los IFOs. Entre menor sea el porcentaje de gastos operativos la administración es más efectiva en el manejo y operación de la entidad.

**Ahorro Interno / IFOs (%)** – Mide la generación de flujos que estarán disponibles para aplicar al pago de deuda e inversión. Un indicador alto refleja buena flexibilidad financiera.

**Inversión en Capital Total / Ingresos Totales (%)** – Mide el porcentaje de los Ingresos Totales que está siendo aplicado hacia inversión. Un indicador elevado normalmente es favorable, ya que indica que se están utilizando recursos para inversión y no para otro tipo de gastos, como pudiera ser servicio de deuda.

**Deuda Directa / IFOs (x)** – Mide el nivel de apalancamiento o endeudamiento de la entidad en relación a sus IFOs. Entre más bajo sea este número se considera mejor para la calificación. Esta razón financiera se utiliza para comprender el peso de la



deuda relativo a los ingresos anuales recurrentes que potencialmente estarían disponibles para cubrir el servicio de la deuda. Dado que lo más común es que una porción de los IFOs sea destinada para ciertos propósitos específicos, se debe tener cuidado con la interpretación de este indicador.

**Deuda Directa / Ahorro Interno (x)** – Mide el apalancamiento tomando en cuenta el ahorro interno. Este indicador nos da una idea más clara de la capacidad de repago de deuda de la entidad, ya que considera solamente los flujos disponibles para el pago de deuda (ahorro interno).

**Intereses / IFOs (%)** – Mide el porcentaje que representa el pago de intereses de los IFOs o, dicho de otra forma, qué porcentaje de los IFOs están siendo aplicados al pago de intereses. Un indicador alto podría significar un costo de deuda caro o un endeudamiento elevado. No es deseable destinarle una parte alta de los ingresos al pago de intereses, ya que esto significa que se están dedicando menos recursos a otras áreas como por ejemplo, la inversión en servicios públicos.

**Intereses / Ahorro Interno (%)** – Mide el porcentaje de pago de intereses en relación al ahorro interno.

**Servicio de la Deuda / IFOs (%)** – Mide el porcentaje de los IFOs que fueron aplicados hacia el servicio de la deuda (intereses + amortizaciones) en el periodo. Nos da una idea de la sostenibilidad de los niveles de endeudamiento de la entidad con sus ingresos recurrentes anuales y permite identificar si existen presiones fiscales potenciales causadas por niveles de endeudamiento altos. Al igual que en los indicadores anteriores, se debe tomar en cuenta que la totalidad de los IFOs seguramente no estará disponible para el pago del servicio de la deuda.

**Servicio de la Deuda / Ahorro Interno (%)** - Mide el porcentaje del Ahorro Interno que fue aplicado hacia el servicio de la deuda (intereses + amortizaciones) en el periodo.

**Deuda de Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)** – Mide el porcentaje de deuda de corto plazo que tiene la entidad en relación a su deuda total. Una estructura de deuda con un alto porcentaje de deuda de corto plazo no es deseable, ya que existe un mayor riesgo de liquidez y refinanciamiento.

**Caja / Ingresos Totales (%)** – Mide la disponibilidad de efectivo en relación a los ingresos totales.

**Efectivo y Equivalentes / Deuda de Corto Plazo** – razón de liquidez que indica si el efectivo y equivalentes son suficientes para cubrir la deuda de corto plazo. Un indicador arriba de 1 refleja una buena posición de liquidez.

### ***Proyecciones y Análisis de Sensibilidad***

Dado que las calificaciones incorporan la capacidad y voluntad de pago de las obligaciones financieras actuales y futuras de una entidad, VERUM realiza un análisis de sensibilidad y de proyecciones financieras que nos permita evaluar el

desempeño financiero de la entidad ante diferentes situaciones. El desarrollar un análisis de sensibilidad es un buen ejercicio para observar el desempeño financiero de una entidad ante condiciones diversas.

Mediante la elaboración de proyecciones con diversos escenarios de estrés podemos determinar si una entidad será capaz de generar los suficientes recursos para enfrentar sus amortizaciones de deuda, si tendrá riesgo de refinanciamiento en algún año o si tendrá suficiente liquidez. La elaboración de proyecciones en el caso de entidades sub-nacionales difiere un poco de las realizadas en otros sectores, ya que una parte importante de los ingresos proviene de fuentes que no dependen directamente de la entidad. Por esta razón se elaboran diferentes escenarios donde los ingresos y gastos varían para observar cómo se mueven los diferentes indicadores. Al evaluar las proyecciones se toma en consideración las discusiones con la administración de la entidad, para determinar si estas incorporan los planes y estrategias comentadas en la visita realizada con la entidad. El criterio del analista en cuanto a la percepción de la administración se torna relevante, si la administración ha cumplido con sus proyecciones en el pasado, genera mayor credibilidad en sus cifras estimadas.

#### **4. Consideraciones políticas y jurídicas**

Nuestro primer paso en esta área es obtener un conocimiento profundo del entorno legal en el que opera la entidad analizada. Los factores que se consideran incluyen la función de la autoridad federal y la interacción con otros niveles gubernamentales.

Igualmente, VERUM toma en consideración el que la entidad de que se trate pueda contar con el apoyo del gobierno federal en caso de una situación de estrés o de dificultad financiera, incluyéndose esto en nuestro análisis de calificación. De igual forma, VERUM examina las limitantes o exclusiones potenciales a la entidad. Por ejemplo, una entidad local podría estar restringida a aumentar sus impuestos más allá de un cierto porcentaje. Otra consideración es el ambiente político y cómo influye éste en la entidad. Una influencia política indebida podría afectar la capacidad de las entidades locales para actuar con eficacia. Por último, las decisiones políticas en general pueden afectar el entorno macroeconómico del país, incluyendo las tasas de interés y tasas de inflación, que en última instancia llegan a afectar a la entidad local.

De acuerdo con las definiciones formuladas por la International Swaps and Derivatives Association ("ISDA"), VERUM generalmente reconoce como un evento de crédito (o "*default*") estándar, ya sea a la falta de pago, la quiebra, la moratoria, la aceleración, o la re-estructura. Sin embargo, en el caso de una entidad local, es importante distinguir entre un evento de default y la insolvencia de largo plazo. Si bien un evento de default puede ocurrir, por lo general es muy poco probable que el gobierno central permita a la entidad iniciar un proceso de liquidación como es el caso en empresas e instituciones privadas. Es en este contexto que el marco jurídico

y reglamentario es cuidadosamente analizado para determinar los procesos a seguir en ocasiones en las que se presente un incumplimiento financiero.

Asimismo, se considera la "importancia" de la entidad específica desde una perspectiva regional y nacional. Si la entidad es considerada económica o estratégicamente importante para un estado o para el Gobierno Federal, dependiendo del caso, es probable que ésta reciba mayor apoyo para resolver su problemática. Por lo general, no se prevé la «quiebra» de una entidad local y, en estas circunstancias, se toma en cuenta alguna forma de apoyo implícito del gobierno central en nuestra evaluación.

## **5. Estructuras administrativas y gestión**

La revisión de la administración representa la última área de análisis en nuestra metodología, aunque es cierto que en todas las secciones anteriores de alguna forma se refleja una evaluación de las fortalezas y capacidades de la administración.

El desempeño exitoso o débil en las áreas previamente discutidas a menudo representa la mejor herramienta de evaluación de la administración. VERUM evalúa la estrategia de gestión en relación con las fortalezas generales de la entidad y el entorno económico y social actual. Las políticas de gestión y procedimientos sólidas pueden aportar estabilidad a las entidades débiles, o alternativamente, la falta de estas puede afectar negativamente a las economías fuertes.

Nuestra evaluación específica de la gestión se centra en las siguientes áreas clave:

### ***Estructura administrativa***

VERUM analiza la capacidad de la administración para adaptarse a condiciones cambiantes de una manera eficiente, reconociendo que la flexibilidad es muy valiosa. Se toma en cuenta si la administración habitualmente prepara y aplica un presupuesto realista al principio del año, así como si cuenta con la habilidad de monitorear la ejecución del presupuesto y hacer ajustes rápidos y puntuales cuando sea necesario. Un punto importante que refleja la eficacia de la administración es si ésta ha logrado obtener un balance fiscal presupuestario de manera regular. Si éste es el caso, se considera favorable para la calificación, ya que demuestra buena planeación por parte de la administración y da confianza en las cifras presentadas.

Igualmente, se evalúa la relación entre la administración y las principales entidades políticas y gubernamentales. El mantener una buena relación, comunicación y contacto con otras autoridades y entidades es deseable, ya que permite generar mayor atención hacia la entidad y las necesidades que ésta pudiera tener. Esto por ejemplo podría resultar en una mayor asignación de recursos para atender sus requerimientos o en ayuda y apoyos para resolver problemáticas que pudieran aparecer. Las entidades locales tampoco deben estar expuestas al riesgo de depender significativamente de una sola persona.

VERUM considera positiva la aplicación y el cumplimiento coherente de procesos y políticas prudentes para manejar el presupuesto, la deuda y las operaciones financieras. En particular, algunas prácticas que brindan beneficios incluyen el establecer fondos de reserva para épocas difíciles, crear proyecciones de ingresos y gastos multi-anales, el uso restringido de ingresos no recurrentes solamente para gastos no recurrentes, mantener buenas políticas y prácticas de inversión, e instituir directrices y criterios para el endeudamiento. Asimismo, se evalúa si la administración es capaz de identificar, planear y ejecutar adecuadamente sus planes de inversión de acuerdo a sus necesidades y recursos disponibles.

Adicionalmente, se revisan las políticas de administración de efectivo, administración de la deuda y administración de inversiones, tomando en cuenta los puntos que abarcan y la claridad con la que están redactadas y si en la práctica estas son aplicadas. El administrar estas áreas eficientemente y el prevenir eventos adversos asociados a estas es positivo para la calificación.

### *Controles*

Nuestra evaluación del ambiente de control se enlaza con todos los otros ámbitos de la gestión y el entorno de la información. La presentación de informes y estructuras de control se evalúan con el fin de identificar si existen áreas débiles. El tener los controles y la información adecuada y oportuna ayuda a identificar con tiempo problemas potenciales que pudieran existir, lo que permite trabajar en soluciones antes de que el problema empeore. Por ejemplo, el tener sistemas de cobranza actualizados ayuda a llevar un mejor manejo de la cartera y trabajar en las áreas problemáticas, ayudando a mejorar la recaudación y hacerla más eficiente.

VERUM analiza los controles de gastos, procedimientos de cobranza, sistemas de gestión de tesorería y políticas de inversiones. Con esto, se pretende obtener una comprensión profunda del grado de profesionalismo y, en cierta medida, del apetito al riesgo de la administración desde un punto de vista financiero, operativo, estructural y tecnológico. De particular importancia es el análisis de la capacidad de endeudamiento de la entidad local y cómo se regula y ejerce el control.

VERUM considera como un elemento positivo en la calificación el establecer políticas y cumplir con ellas. Sin embargo, la existencia de limitaciones regulatorias legales o constitucionales puede llegar a representar riesgos potenciales de crédito. Además, se reconoce que en algunos casos las limitaciones financieras en la práctica pudieran ser altamente restrictivas. La imposibilidad de obtener ingresos adicionales o financiar programas a niveles adecuados debido a situaciones políticas o prácticas, puede limitar el desarrollo a largo plazo de la salud económica y financiera de un emisor.

### *Credibilidad y trayectoria*

El análisis en esta área se centra en la proyección de presupuestos, sistemas de control y monitoreo, así como el historial de la administración en el cumplimiento de

sus proyecciones. Se evalúan las prácticas de administración fiscal, es decir, el grado con el que se aplican supuestos económicos razonables para estimar los ingresos y el cuidado con el que se elaboran los pronósticos de gastos, para a final de cuentas llegar o mejorar las metas u objetivos del balance fiscal.

En esta sección se revisan las prácticas de presupuestos del emisor, en particular la estimación de ingresos y gastos, y se comparan los principales supuestos incluidos en el presupuesto con los ingresos y gastos reales históricos. Se consideran favorablemente las estimaciones que sean conservadoras, mientras que se toma como negativo el que una entidad no parezca estar incorporando las condiciones económicas, políticas o financieras realistas. Por otra parte, se considera positivo el llevar a cabo revisiones regulares del presupuesto, ya que estas pueden ayudar a identificar si los ingresos llevan un ritmo de crecimiento menor a lo presupuestado o si se cuenta con excesos en el gasto, lo que permite el tiempo adecuado para realizar los ajustes necesarios que eliminen o disminuyan las diferencias en el presupuesto.

Por otra parte, se toma en cuenta la experiencia profesional de los principales funcionarios y su desenvolvimiento en sus responsabilidades anteriores. También se debe considerar que los periodos de gestión en algunos casos son cortos (en México en el caso de municipios es de tres años) por lo que la rotación en las administraciones a veces dificulta darle continuidad a las políticas de gestión, operatividad y proyectos en los que la entidad trabaja.

### ***Presentación de informes financieros y tecnología***

VERUM presta especial atención a la capacidad de la entidad de generar informes financieros oportunos y completos. Se considera como ideal que los estados financieros se encuentren auditados por una firma de contabilidad independiente y de buena reputación, pero VERUM comprende que muchos gobiernos no los proporcionan, ya que no es un requisito legal. La información financiera disponible más común que presentan estas entidades son el presupuesto y flujo de caja. Igualmente, lo deseable es que la entidad proporcione información trimestralmente para llevar un seguimiento adecuado de la situación financiera. Adicionalmente nuestros analistas utilizan los datos que la entidad haga disponible, así como cualquier otra información que sea pública y que complemente el análisis, siempre y cuando la fuente sea confiable, la información sea de calidad y el grado de revelación de la información sea suficiente.

Dada la particularidad en cuanto a la publicación de información financiera de las entidades sub-nacionales, lo más favorable en términos de las calificaciones en este sector es que la entidad proporcione sus resultados de una manera regular (trimestralmente es lo ideal) y oportuna. El que existan retrasos en la entrega de información o falta de cierta información en particular se considera como un factor negativo, e incluso puede ser motivo para suspender o retirar la calificación si la

calificadora lo considera prudente. También la falta de información puede ser reflejo de una pobre administración y una muestra de falta de control en los sistemas administrativos internos. Por el contrario, si la entidad entrega su información puntualmente y de manera regular, es un buen reflejo de que la administración lleva un buen control de la operación.

Sumado a lo anterior, el análisis de VERUM incluye una evaluación de la exhaustividad y coherencia de los presupuestos. La cuestión más importante en este sentido es la variación entre los presupuestos iniciales y los resultados reales. Como se comentó anteriormente, si la entidad ha mostrado un balance fiscal moderado regularmente, e históricamente se ha cumplido con el presupuesto, existe mayor confianza de que se llegará al presupuesto objetivo en el futuro.

Adicionalmente se lleva a cabo un análisis de la plataforma tecnología de la información con el fin de determinar la capacidad del sistema, con referencia a la relevancia y oportunidad de la información. En años recientes algunas entidades han modernizado e implementado sistemas de información que les permiten generar reportes oportunos, que antes tomaban mucho más tiempo en elaborar. En opinión de VERUM, las entidades que posean este tipo de sistemas que facilitan y hacen más eficiente las tareas oportunas de análisis de información, poseen una ventaja sobre las que no lo tienen.

### ***Visión estratégica y objetivos políticos***

El análisis de VERUM toma en cuenta la visión estratégica general, teniéndose conocimiento de las circunstancias actuales y proyectadas de la entidad. VERUM revisa los presupuestos operativos, de inversión de capital, de ingresos y de asignación de personal, para obtener una idea general de la dirección estratégica que se le piensa dar a la entidad.

### **Seguimiento y Monitoreo de las Calificaciones**

Las calificaciones a entidades sub-nacionales asignadas por VERUM son monitoreadas en forma permanente. Los analistas del sector de finanzas públicas pueden iniciar un proceso de revisión tan pronto ellos se enteren de cualquier información financiera, operacional o administrativa de algún emisor, que los haga pensar que dicho hecho pudiera ameritar razonablemente una acción de calificación consistente con las metodologías de VERUM. En general, en cualquier momento que se conozca de algún hecho suficientemente relevante capaz de llegar a afectar positivamente o negativamente el nivel de calificación actual, el analista debe de abocarse a revisar la información disponible o a tratar de hacer acopio de mayor información, directamente con el mismo emisor o a través de terceros, para evaluar el impacto posible sobre la calificación. De considerarlo prudente el analista podrá solicitar, de acuerdo a los procedimientos internos, que se realice un comité para exponer sus consideraciones y de ser necesario este comité decida realizar los ajustes correspondientes.

Asimismo, las políticas de seguimiento formal de calificaciones de VERUM establecen como mínimo llevar a cabo una revisión exhaustiva anual de la calificación de la entidad sub-nacional. Esta revisión incluye una reunión de actualización con los principales integrantes de la administración de la entidad, en donde se discuten temas relevantes recientes, resultados operativos y financieros del último año, perspectivas generales del entorno y presupuestos actualizadas de la entidad. Asimismo, la revisión anual incluye una presentación por parte del analista al Comité de Calificación de VERUM con los fundamentos y todos los aspectos relevantes de la calificación para determinar si ésta se encuentra en el nivel adecuado.

En adición a esto, el analista realiza un seguimiento periódico de la calificación de la entidad sub-nacional utilizando la información financiera disponible al cierre de cada trimestre. Parte de la información periódica mínima que requiere VERUM para el seguimiento son: Estados Financieros; Estados de Origen y Aplicación de Recursos y Balances Fiscales. Igualmente, VERUM puede llegar a requerir cualquier otra información, ya sea operativa o financiera, que por su importancia pudiera influir en la situación del emisor.

Excepcionalmente se pueden hacer calificaciones en un punto en el tiempo, a las cuales no se les da seguimiento. Este tipo de calificaciones son relativamente pocas y en su caso se aclarará puntualmente en el comunicado y la calificación respectiva de este hecho.

### **Conclusión**

El incremento en la demanda de calificaciones de crédito refleja el creciente papel que desempeñan las entidades locales en los mercados de capitales, en particular en los mercados emergentes y subdesarrollados. Si bien el análisis cuantitativo a fondo es importante, las características cualitativas de nuestro análisis no deben subestimarse. Es sumamente importante mirar "más allá de los números" para evaluar las fortalezas y debilidades intangibles de una entidad sub-nacional. Un aspecto importante del análisis de VERUM es obtener una comprensión de las características estratégicas de una organización y la calidad de la administración. Nuestro énfasis se encuentra en determinar cómo estos aspectos estratégicos afectarán la calificación de crédito de la entidad.

## **II. Riesgo Emisor con Garantía Específica**

El enfoque general que VERUM utiliza para calificar instrumentos financieros de entidades sub-nacionales con garantía específica es aplicable para financiamientos respaldados con participaciones federales, así como los respaldados por ingresos locales.

La metodología que VERUM utiliza para calificar estos instrumentos toma como base de partida la calificación de riesgo del emisor. Como paso siguiente, se evalúan las

características específicas de la emisión tomando en consideración que se inicia con la calificación del emisor. El número de niveles de diferencia entre la calificación de la emisión en particular y la del riesgo emisor quirografaria, dependerá de las fortalezas legales y financieras de la estructura de la emisión. Los financiamientos en los que es posible o inminente que el emisor tendrá que destinar recursos adicionales a la estructura para cubrir el servicio de deuda de manera oportuna, por lo general tienen la misma calificación del emisor o cuentan con sólo un nivel de diferencia. Por el contrario, los financiamientos con estructuras más protegidas y sólidas, que suelen registrar niveles favorables de reservas de liquidez, altas tasas de cobertura del servicio de la deuda (DSCR por sus siglas en inglés) o muestran, entre otros aspectos, estabilidad o crecimiento en sus patrones de desempeño, pueden llegar a alcanzar calificaciones entre 3 y 4 niveles por encima de la calificación de crédito sin garantía del emisor.

### Principales Factores Considerados en la Calificación

Dentro de los factores que VERUM incorpora en el análisis de un financiamiento con garantía específica de entidades sub-nacionales, los de mayor peso son los siguientes:

1. Riesgo emisor y protección legal.
2. Análisis del activo utilizado como fuente de pago.
3. Estructura del financiamiento.
4. Limitaciones financieras (*Covenants*), razones y mejoras crediticias.

El proceso de calificación de VERUM se fundamenta en analizar todas las características, fortalezas y debilidades de cada emisor o emisión. Ninguna variable en particular toma un peso relevante o específico dentro del análisis para evaluar la calidad crediticia de una entidad sub-nacional.

#### 1. Riesgo Emisor y Protección Legal

El primer paso a seguir al asignar una calificación a un financiamiento con garantía específica es determinar si el aumento en el nivel de endeudamiento causado por este financiamiento tendrá un impacto considerable en la flexibilidad financiera del emisor y/o deudor y si se requerirá un ajuste en su calificación de crédito. Por ejemplo, si una entidad cuenta con una calificación de A+/M y su endeudamiento es de \$100 millones y la emisión a calificar es por \$200 millones, lo más probable es que su calificación se vea ajustada a la baja, debido al incremento en los niveles de endeudamiento de ésta. La metodología de VERUM establece prestar atención a indicadores financieros como el apalancamiento y razones de servicio de deuda en términos de los ingresos corrientes y la generación de flujo libre de caja de las operaciones, conocido también como Ahorro Interno (flujo disponible para inversiones de capital y/o servicio de deuda).



Al calificar una emisión de deuda nueva, se analiza el impacto de la nueva emisión en el apalancamiento y estructura de deuda de la entidad. Si el destino de los recursos es para refinanciar deuda actual, seguramente no provocará un cambio en la calificación; pero si ésta representa deuda adicional se debe analizar el efecto que tendría en el perfil financiero de la entidad para ver si la calificación permanece igual. Lo más común en los casos de emisiones nuevas es realizar un análisis de los estados financieros pro-forma en los que se refleje la deuda nueva y sus efectos en los indicadores crediticios.

Otro factor de análisis pertinente es determinar la proporción de los recursos reservados para el servicio de la deuda sobre ingresos corrientes. Una entidad que ya cuenta con una alta proporción de sus recursos asignados al pago de deuda se considera generalmente con un perfil de crédito débil, debido a la poca flexibilidad financiera que genera el tener casi todos sus recursos ya asignados. Sin embargo, si la entidad por lo general reserva una cierta cantidad al pago de deuda, y ésta no representa una alta proporción de sus recursos, podría considerarse positivo ya que refleja prudencia y una buena planeación por parte de la administración.

Adicionalmente, otra variable que VERUM toma en consideración en un financiamiento específico es el nivel de calificación actual del emisor, así como su historial de calificación y su tendencia. Por ejemplo, si tomamos dos financiamientos con características similares en su estructura financiera y legal, de dos entidades con calificaciones diferentes (una alta y una baja), se puede dar el caso en que el diferencial en niveles de calificación entre las entidades y sus financiamientos no sea igual. La razón principal de lo anterior es que las calificaciones crediticias en la parte baja de la escala, o de categoría especulativa, generalmente implican una mayor presión presupuestaria, altos niveles de gastos operativos y un mayor riesgo político, entre otros factores. Por lo tanto, en tal caso, la diferencia en la calificación del financiamiento y el emisor con calificación baja sería menor que el que tiene una calificación alta.

Desde la perspectiva de VERUM, el hecho de que una estructura de financiamiento cuente con sólidos fundamentos financieros no es una condición suficiente para obtener una calificación alta, puesto que si existen deficiencias o debilidades legales, éstas podrían afectar la calificación o incluso frenar el proceso de calificación.

El análisis de la información legal incluye principalmente los siguientes documentos: leyes y reglamentos aplicables a la deuda pública, decreto y/o aprobación de la autorización para incurrir en deuda, los recursos comprometidos en garantía, contrato de préstamo y/o título de emisión; contrato de fideicomiso; instrucciones irrevocables para comprometer los recursos y asignar los ingresos al fideicomiso, entre otros.

El utilizar el mecanismo de fideicomiso para una emisión, desde un punto de vista legal, le brinda mayor seguridad jurídica a los acreedores e inversionistas, ya que separa los ingresos fideicomitidos del resto de los acreedores, estableciendo procedimientos claros y transparentes para recibir, mantener y distribuir los recursos que se utilizarán para cubrir el servicio de la deuda. En opinión de VERUM, las emisiones con estructuras de fideicomiso e ingresos fideicomitidos ofrecen características crediticias positivas para las entidades sub-nacionales, que ayudan a atenuar el riesgo de incumplimiento del emisor. Además, la duración o existencia del fideicomiso por lo general no se limita al vencimiento legal de los financiamientos registrados, ya que normalmente los fideicomisos claramente expresan que estos existirán hasta el pleno cumplimiento de sus objetivos (la cobertura total del servicio de deuda y otros gastos). Por esta razón, VERUM considera que en el caso de que se presente un incumplimiento de pago en tiempo, las expectativas de recuperación de la deuda son relativamente elevadas, por lo que la severidad de la pérdida en términos generales es reducida.

En México, de acuerdo a la regulación del mercado de valores, las calificaciones de emisiones estructuradas deben contar con evidencia de que se realizó una revisión legal por las agencias de calificación en su proceso. Asimismo, a pesar de que en los financiamientos bancarios no se requiere presentar dicha prueba, VERUM sigue los mismos criterios en ambos tipos de financiamientos (de mercado o bancario), apoyándose en opiniones legales de firmas de abogados independientes y la incorporación de dicho análisis a su proceso de calificación.

## **2. Análisis del Activo Utilizado Como Fuente de Pago**

En Latinoamérica, el activo que se utiliza tradicionalmente como respaldo o fuente de pago en los financiamientos son las participaciones federales, las cuales representan la mayor fuente de ingresos corrientes para las entidades sub-nacionales; sin embargo, en el pasado ya se han utilizado otros ingresos locales y/o cargos.

Dentro de los requerimientos de información de VERUM se solicita información histórica mensual de al menos 5 años de la recaudación o los ingresos derivados del activo que se utilizará como fuente de pago. Subsecuentemente se analizan aspectos como las tasas de crecimiento en términos nominales y reales para distintos períodos, además de que se elaboran proyecciones y pruebas de sensibilidad considerando diversos escenarios adversos. Sumado a lo anterior, se estudian los ingresos, sus componentes, la estructura y la infraestructura de recolección. Por ejemplo, en los ingresos locales, se evalúan los siguientes componentes: desempeño de tarifas, mecanismos de actualización de dichas tarifas, rendimiento y características del registro de contribuyentes y, en general, cualquier variable que impacte o afecte el desempeño de tales ingresos.

VERUM considera muy importante el tener un registro completo y amplio de la información del rendimiento del activo y las variables que inciden en su crecimiento (fuentes de recaudación, registro de contribuyentes, tarifas, entre otros) para llevar a cabo un proceso de análisis extenso y profundo. Además, el nivel de confiabilidad de la información histórica es muy importante.

### 3. Estructura del Financiamiento

VERUM realiza una revisión de las características y tipo de deuda que la entidad tiene pensado incurrir (por ejemplo, la prelación de la emisión con respecto a otros compromisos financieros, la subordinación, etc.), así como el perfil de amortización. Adicionalmente, el análisis del financiamiento correspondiente incluye la evaluación del destino de los recursos derivados de éste.

En términos generales, los financiamientos sub-nacionales respaldados por participaciones federales e ingresos locales tienen períodos de amortización máximos de alrededor de 25 años, con el propósito de igualar dicho período con el período de vida útil del proyecto que se está financiando con deuda. Generalmente el contar con un periodo de amortización largo y lento tenderá a limitar la flexibilidad financiera de la entidad en el largo plazo y, en algunos casos, el riesgo se magnifica si las fuentes de ingresos de las entidades son limitadas o volátiles.

### 4. *Covenants*, Razones Financieras y Mejoras Crediticias

Si bien el establecimiento de *covenants* en el financiamiento y documentos de la transacción no garantiza la seguridad del pago, estos nos dan un lineamiento sobre los parámetros en donde se planea mantener ciertos indicadores durante la vida de la emisión. VERUM pone especial énfasis en aquéllos que dan seguimiento a los indicadores de deuda y desempeño del presupuesto de la entidad sub-nacional. Algunos de los *covenants* usados más frecuentemente incluyen el de mantener la razón de cobertura al servicio de deuda (DSCR por sus siglas en inglés) arriba de cierto nivel y algunos que establecen toques al endeudamiento y a los niveles de servicio de deuda, con respecto a los ingresos totales o corrientes de la entidad.

Después de identificar los *covenants* clave, VERUM evalúa el desempeño histórico de éstos y qué tan cerca o lejos se encuentran de los límites establecidos al realizarse el estudio. Comúnmente si se tiene un margen amplio, la diferencia en niveles entre la calificación del financiamiento y la de un crédito sin garantía tiende a ser mayor; por el contrario, cuando una entidad se acerca a los límites establecidos o sobrepasa dichos límites, el diferencial en niveles de calificación tiende a ser menor. Es importante mencionar que el que una entidad no se encuentre en cumplimiento de los *covenants* no representa necesariamente un evento de incumplimiento en el pago de la deuda.

Adicionalmente, VERUM incorpora dentro de su proceso de calificación el análisis de razones financieras históricas y proyectadas, enfocadas a analizar el desempeño

esperado de la transacción. Este consiste principalmente en elaborar proyecciones en donde se apliquen diversos escenarios adversos, que nos permitan evaluar el desempeño del activo que se está utilizando como fuente de pago, el servicio de deuda del financiamiento, así como las principales variables financieras de referencia, como tasas de interés y tasas de inflación. Los supuestos utilizados para el desarrollo y uso de los diferentes escenarios de estrés no son estáticos y se basan en la evolución de las perspectivas económicas y financieras actuales y futuras, tomando en cuenta una expectativa conservadora y de largo plazo.

Asimismo, las estructuras financieras pueden presentar diferentes tipos de mejoras crediticias que ayuden a diferenciar aún más la calificación de la emisión y la del emisor, lo cual también es evaluado por VERUM para cada transacción en particular. Algunos ejemplos incluyen el uso de líneas de crédito revolventes y contingentes, garantías parciales de crédito proporcionadas por avalistas, el apoyo o garantía de un tercero y fideicomisos alternos, entre otros.

### **III. Metodología de Calificación de Emisiones Estructuradas de Entidades Subnacionales (Estados, Municipios Y Organismos Públicos Descentralizados)**

En años recientes y cada vez con mayor frecuencia el mercado de valores en México ha venido siendo una fuente de recursos eficiente para las entidades subnacionales. Esto se considera así por diversos motivos, entre los que destaca el hecho de que el costo de los financiamientos se vuelve transparente para todas las entidades; así como las condiciones y formas de obtener financiamiento a través de nuevos mecanismos, que ajustados a cada caso y necesidad particular pudieran facilitar el acceso a fondos en condiciones más adecuadas. El conocimiento de lo que acontece en el mercado permite a los tomadores de decisión establecer estrategias, seleccionar y acomodar su situación particular a la opción de financiamiento más eficiente en cuanto costo, extensión de tiempo y demás aspectos que involucra todo financiamiento.

Como se sabe la calificación de Obligación General (*General Obligation Bond*) para las entidades sub-nacionales equivale a lo que en otros sectores del mercado se le considera como calificación Quirografaria, esto es, una emisión sin ninguna garantía específica del Emisor, soportada fundamentalmente por su capacidad de pago, voluntad y el firme deseo del emisor de cumplir puntual y adecuadamente con todos los compromisos financieros conforme se especifican en la emisión señalada.

El criterio que han venido siguiendo los participantes en el mercado de valores mexicano (así como los Bancos) está basado en que, en general, todas las emisiones de entidades sub-nacionales que se realizan (o créditos que se otorgan) están respaldadas por algún tipo de bien, derecho, flujos de activos, etc. Esto es, están siguiendo un criterio de "*Bottom-Up*". Lo anterior significa que en todos los casos en que una entidad recurre al mercado utiliza su calificación de Obligación

General como base y a esa calificación se le refuerza con alguna garantía específica para procurar fortalecer la emisión (o crédito), pudiendo lograr así una calificación más alta y, en consecuencia, condiciones financieras más favorables.

Existe también el efecto del “*Top-Down*”, pero esto se daría sólo en el caso de que alguna emisión estuviese con algún grado de subordinación específica respecto a otra u otras emisiones o compromisos financieros. En este caso, dada la subordinación, la calificación del instrumento o emisión subordinada sería más baja, dependiendo del grado de subordinación respecto a otras emisiones de la entidad.

La totalidad de los financiamientos bursátiles o bancarios que hasta la fecha han sido calificados cuentan con una estructura de un fideicomiso que es el responsable de administrar los recursos que periódicamente se van depositando. En general en México las estructuras parten de una instrucción irrevocable que la entidad da al Gobierno Central, mediante la cual le instruye que cierta proporción de sus Participaciones se depositen en una cuenta determinada, que es la del fiduciario. Mientras el financiamiento esté vigente, el Fiduciario se encargará de administrar los recursos, constituir reservas y, en general, de realizar las demás funciones que tiene encomendadas. Una vez realizados todos los pagos y constituidas las reservas que se requieren, el fiduciario entregará el remanente del flujo de recursos a la tesorería de la entidad.

En general hasta la fecha, si bien los Estados y Municipios han utilizado primordialmente sus Participaciones Federales como fuente de respaldo a los financiamientos que han obtenido, existen algunos otros casos donde se han realizado emisiones con respaldo de flujos generados por otros tipos de activos, como por ejemplo: carreteras de cuota, impuestos sobre nómina, por mencionar algunos.

La esencia del análisis está centrada en la calificación de Obligación General (quirografaria) de la entidad y cuántos niveles se pudiera aumentar la calificación por la fortaleza que le representan estos flujos adicionales, que han sido segregados con el único propósito de servir esta deuda. Los financiamientos en los cuales se considera es altamente probable que el emisor tenga que aportar flujos adicionales a la estructura para cubrir el servicio de la deuda oportunamente, generalmente tienen el mismo nivel de calificación del emisor o si acaso sólo un nivel por arriba de la calificación de éste. Por el contrario, aquellas emisiones que cuenten con estructuras fuertemente protegidas, las cuales cuenten con coberturas de servicio de deuda (DSCR) elevadas, tendencias positivas en su desempeño financiero, con niveles de reservas de liquidez altos y otras características favorables, comúnmente pueden llegar a tener calificaciones 3 o 4 niveles por encima de la calificación quirografaria del emisor.

Es importante mencionar que al montarse la nueva deuda sobre el nivel de deuda anterior, pudiese ser que se afectara la calificación de Obligación General original,

aspecto que en todos los casos VERUM toma en consideración. Adicionalmente, se realizan diversos escenarios posibles sometiendo la emisión a un cuidadoso análisis de pruebas de estrés de sus flujos, con el objeto de corroborar la fortaleza relativa que posee ante este abanico de escenarios.

Regularmente se solicita la opinión legal de despachos de abogados externos de reconocido prestigio para corroborar que no existen riesgos ocultos en las transacciones estructuradas, respecto a posibles desvíos de los flujos que constituyen la garantía, ni respecto a la posibilidad de alterar la estructura de la emisión en forma unilateral por parte de la entidad emisora.

Un proceso de calificación de emisión pública estructurada o de trámite para una calificación de crédito bancario estructurado por parte de VERUM requiere en general de lo siguiente:

- Obtener la calificación de Obligación General para la entidad.
- Análisis general de la estructura de la transacción y sus flujos.
- Revisión de los aspectos legales de la transacción y, en su caso, una opinión externa de estimarse prudente.

### **Conclusión**

El análisis de calificación de emisiones estructuradas de entidades sub-nacionales va de la mano con el análisis del Riesgo Emisor con Garantía Específica, ya que las emisiones estructuradas siempre vienen respaldadas por un activo en específico. Las calificaciones de emisiones estructuradas de sub-nacionales reflejan la calidad crediticia del instrumento calificado, considerando las fortalezas legales y financieras de la estructura, así como su relación con la calidad de crédito del emisor. Esto nos permite llegar a una calificación que engloba tanto los factores cualitativos y cuantitativos del emisor con las características particulares de la emisión.