

Calificación

CBE Durango

HR AAA (E)

Perspectiva

Estable

Contactos

Marisol González-Báez

Analista Senior

marisol.gonzalez@hrratings.com

Roberto Ballínez

Director Ejecutivo Senior de Finanzas

Públicas / Infraestructura

roberto.ballinez@hrratings.com

Ricardo Gallegos

Director Ejecutivo Senior de Finanzas

Públicas / Infraestructura

ricardo.gallegos@hrratings.com

Tabla 1. Monto de endeudamiento autorizado	P\$6,342.0m
Fideicomitante y fideicomisario en segundo lugar	Estado Libre y Soberano de Durango
Fiduciario	Banco Regional de Monterrey S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero
Fideicomisario en primer lugar	Banco Santander de México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander
Vehículo legal	Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/851-01513
Fuente de pago y garantía	36.06% del Fondo General de Participaciones (FGP) que le corresponde al Estado
Crédito Santander (2017)	P\$3,200.0m
Denominación	Pesos mexicanos
Tasa de interés ordinaria	TIE _{3m} + sobretasa ¹
Pago de intereses	Mensual
Pago de capital	Mensual, consecutivos y creciente
Amortización	Crecientes a tasa de 1.35%
Plazo	Hasta 20 años, que equivale a 240 meses
Saldo objetivo del fondo de reserva	3.0x el servicio de la deuda del mes inmediato anterior
Recursos asignados	18.2% del FGP que le corresponde al Estado
Cobertura	Está obligado a contratarla. Actualmente está en proceso de contratación de un instrumento financiero
Destino	Reestructuración y Refinanciamiento de la deuda pública directa bancaria de largo plazo del Estado
Fecha de Vencimiento	Septiembre de 2037

*La sobretasa se determina con la calificación crediticia que obtenga la estructura.

Fuente: HR Ratings con información del contrato de crédito.

Definición

La calificación que asignó HR Ratings al Crédito Bancario Estructurado, celebrado al amparo del Fideicomiso No. F/851-01513 entre el Estado de Durango y Santander, es HR AAA (E), en escala local, con Perspectiva Estable. Esta calificación se considera de la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de las obligaciones de deuda. Asimismo, mantiene mínimo riesgo crediticio ante escenarios económicos y financieros adversos.

HR Ratings asignó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para el crédito contratado por el Estado de Durango con Santander, por un monto inicial de hasta P\$3,200.0m.

La asignación de la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable es resultado, principalmente, del análisis de los flujos futuros de la estructura estimados por HR Ratings bajo escenarios de estrés cíclico y estrés crítico. Este último determinó una Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de 79.9%, la cual tiene el propósito de establecer el máximo nivel de estrés posible que la estructura puede tolerar, en un periodo de 13 meses, sin caer en incumplimiento de pago. La TOE es consistente con la condición de que los flujos sean capaces de reconstruir el fondo de reserva al término del periodo de estrés crítico. De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, el mes de menor fortaleza financiera sería noviembre de 2018, con una razón de cobertura del servicio de la deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) esperada de 3.4 veces (x) en un escenario de estrés.

La calificación del crédito no incorporó ninguna consideración extraordinaria de ajuste. Por otro lado, la calificación quirografaria vigente del Estado de Durango (Durango y/o el Estado) es HR A+ con Perspectiva Estable. Asimismo, con base en el dictamen legal entregado por un despacho jurídico externo e independiente, la estructura financiera recibió una opinión legal *satisfactoria*.

La apertura del crédito bancario estructurado contratado por el Estado con Santander¹, por un monto inicial de hasta P\$3,200.0 millones (m), se celebró al amparo del Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/851-01513 (el Fideicomiso). El Fideicomiso tiene afectado en su patrimonio 36.06% de los recursos, presentes y futuros, que por el Fondo General de Participaciones (FGP) le corresponde mensualmente el Estado. El porcentaje asignado al pago del crédito es 18.2% del FGP estatal.

Tabla 1. Variables Relevantes: CBE Estado de Durango con Santander P\$3,200.0m

(cifras en millones de pesos nominales)

TOE: 79.9%	2015	2016	TMAC ₂₀₁₂₋₂₀₁₆	Escenario Base			Escenario de Estrés ¹		
				2017	2037	TMAC ₂₀₁₆₋₂₀₃₇	2017	2037	TMAC ₂₀₁₆₋₂₀₃₇
FGP del Estado	6,235	6,638	6.7%	7,512	24,598	6.4%	7,512	16,590	4.5%
TIE _{2a}	3.3%	4.6%		7.1%	4.4%		7.1%	5.2%	
DSCR Primaria ³				Min	Prom	Max	Min	Prom	Max
				4.4x	7.2x	8.3x	3.8x	5.1x	5.8x

Nota: 1) Escenario de estanflación, 2) TMAC: Tasa Medial Anual de Crecimiento y 3) Promedio anual de las DSCRs mensuales.

Fuente: HR Ratings con base en fuentes de información pública y estimaciones propias.

Algunos de los aspectos más importantes sobre los que se basa la calificación son los siguientes:

- Contrato de crédito.** El 28 de septiembre de 2017, el Estado y Santander celebraron el contrato de crédito simple por un monto de P\$3,200.0m a un plazo de hasta 240 meses, a partir de la firma del contrato de crédito. Al día de hoy, el Estado no ha realizado alguna disposición de los recursos del crédito; sin embargo, nuestras estimaciones se realizaron considerando la disposición del monto total contratado. El plazo legal del crédito es septiembre de 2037.
- DSCR primaria.** En un escenario base, la DSCR primaria mensual promedio esperada en 2018 sería de 4.4x y la cobertura en los próximos cinco años (2018-2022) sería 5.5x. En un escenario de estrés, la cobertura para 2018 sería 3.8x, mientras que la cobertura máxima esperada sería en 2027 de 5.8x. La DSCR promedio durante la vigencia del crédito, en este escenario, sería 5.1x.
- Fondo de Reserva.** El Estado deberá de crear, mantener y, en su caso, restituir un fondo de reserva con un saldo objetivo equivalente a 3.0x el servicio de la deuda del mes inmediato anterior al que corresponda. Este hecho constituye una fortaleza en la estructura, debido a que representa una mejora en caso de que exista insuficiencia de recursos. Si el saldo objetivo de dicho fondo no se mantiene, el Banco tendría la facultad de activar un evento de aceleración.
- Vencimiento cruzado.** El Banco tendría la facultad de activar un evento de vencimiento anticipado del crédito si cualquier fideicomisario en primer lugar del Fideicomiso presenta al fiduciario una notificación de incumplimiento. Debido a que el vencimiento cruzado únicamente sería con créditos estructurados con características similares, lo anterior no representó un ajuste en la calificación del crédito.
- Cobertura de tasa de interés.** El Estado está obligado a contratar antes del 31 de diciembre de 2017, un instrumento financiero de cobertura de tasa de interés (cap, swap, collar). La cobertura deberá de cubrir en todo momento, al menos, 50.0% del saldo insoluto del crédito y la contratación inicial deberá de ser por un periodo de cinco años. El instrumento deberá ser renovado tres meses previos a la terminación del vigente y, de ser necesario, deberá mantenerse durante la vigencia del crédito en las mismas condiciones que el inicial. En caso de que el Estado incumpla con esta obligación, el Banco tendría la facultad de activar un evento de aceleración. Actualmente, el Estado está en proceso de contratar el instrumento financiero.

¹ Banco Santander México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander México (Santander y/o el Banco).

Principales Factores Considerados

El proceso de análisis que HR Ratings realizó para asignar la calificación crediticia del crédito bancario estructurado considera los siguientes factores: 1) el análisis del desempeño financiero de la estructura bajo diferentes escenarios económicos y financieros, 2) la opinión legal acerca de la constitución del Fideicomiso y del contrato de crédito y, 3) la calificación quirografaria del Estado.

A continuación, se presentan algunos de los principales factores considerados para la asignación de la calificación del crédito.

- Al tercer trimestre de 2017, el Estado de Durango recibió por concepto de FGP un monto acumulado de P\$6,012.8m, mientras que el presupuestado al inicio del año por parte de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) fue P\$5,465.3m, lo que significa una variación de 10.0%. En los primeros nueve meses de 2016, el Estado recibió por parte de este fondo un monto acumulado de P\$5,124.3m, lo que significa que en 2017 el FGP ha sido 17.3% superior al observado en 2016 durante el mismo periodo de tiempo. Lo anterior, en términos nominales.
- En 2015, la tasa de crecimiento nominal del FGP estatal fue 1.2% y en 2016 de 6.5%. Para 2017, se esperaría un crecimiento nominal del FGP de Durango de 13.2%, debido a que, con base en datos observados a septiembre, la tasa de crecimiento respecto al mismo periodo de 2016 es 17.3%. La $TMAC_{2016-2037}$ nominal de la fuente de pago, en un escenario base, se esperaría de 6.4%, mientras que en un escenario de estrés la $TMAC_{2016-2037}$ esperada sería de 4.5%.
- El análisis financiero se realizó considerando un escenario macroeconómico de estanflación, es decir, bajos niveles de crecimiento y alta inflación. En este escenario se considera que el valor promedio de la $TIIE_{28}$ durante la vigencia del crédito sería 5.9%, mientras que en un escenario base sería 5.2%. Por otro lado, la $TMAC_{2016-2037}$ esperada del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) en el escenario de estrés, sería 3.9% y en un escenario base de 3.6%.
- El crédito deberá de obtener, al menos, una calificación en un periodo de 90 días posteriores a la primera disposición. Esta calificación deberá ser mantenida durante la vigencia del mismo, en un nivel mínimo de HR AA (E) o su equivalente. En caso de incumplir esta obligación, el Estado tendrá un plazo de 150 días naturales para remediar dicho incumplimiento, antes de que el Banco tenga la facultad de activar un evento de aceleración.
- De acuerdo con nuestra metodología de calificación y con base en el dictamen legal entregado por el despacho jurídico externo e independiente, esta estructura recibió una opinión legal *satisfactoria*.
- Entre las consideraciones extraordinarias analizadas por HR Ratings se encuentran las siguientes:
 - Si cualquier fideicomisario en primer lugar del Fideicomiso presenta al fiduciario una notificación de incumplimiento, el Banco podría activar un evento de vencimiento anticipado para este crédito. Debido a que el vencimiento cruzado es únicamente con créditos estructurados con características similares, esta cláusula no representó un factor negativo para la calificación del financiamiento.

- La calificación quirografaria vigente del Estado de Durango es HR A+ con Perspectiva Estable. La asignación de la calificación fue realizada por HR Ratings el 30 de octubre de 2017.

Características de la Estructura

El 28 de septiembre de 2017, el Estado y Santander celebraron la apertura del contrato de crédito simple por un monto inicial de P\$3,200.0m a un plazo de hasta 240 meses (20 años) a partir de la firma del contrato de crédito. Lo anterior, al amparo del Decreto No. 166 publicado en el Periódico Oficial del Gobierno del Estado de Durango, el 29 de junio de 2017, en el cual se autorizó al Estado a reestructurar o refinanciar en las mejores condiciones del mercado, su deuda pública bancaria de largo plazo por hasta P\$6,342.0m. Por otro lado, el 21 de agosto de 2017 se celebró el acta de fallo y determinación de los resultados de la licitación pública para la contratación de financiamientos.

El Estado podrá disponer del monto del crédito en una o varias exhibiciones una vez que cumpla una serie de condiciones. Con base en el contrato de crédito, el plazo para disponer de los recursos del financiamiento será el 31 de diciembre de 2017. Por lo anterior, el modelo financiero se realizó con el monto total del crédito.

El crédito se encuentra inscrito en el Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/851-01513. Este Fideicomiso tiene afectado 36.06% de las participaciones federales del FGP que mensualmente recibe el Gobierno del Estado de Durango. Por otro lado, el porcentaje asignado al pago del crédito es 18.2% del FGP que le corresponde al Estado.

Con base en lo establecido en el contrato de crédito, el pago de capital se podrá realizar hasta en 240 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa de 1.35%, sin poder exceder la fecha de vencimiento establecida en el contrato de crédito que es el 28 de septiembre de 2037. El Estado no contará con un periodo de gracia. Por otro lado, los intereses ordinarios se calcularán sobre saldos insolutos a la tasa que resulte de sumar la $TII E_{28}$ más una sobretasa que estará en función de la calificación del crédito.

Con base en lo estipulado en los documentos de la operación, el Estado está obligado a crear, mantener y, en su caso, restituir un fondo de reserva con un saldo objetivo equivalente a 3.0x el servicio de la deuda del mes inmediato anterior. El propósito del fondo es disminuir riesgos por falta de liquidez y deberá ser mantenido durante la vigencia del financiamiento.

Como parte del proceso de monitoreo de la calificación crediticia asignada, HR Ratings dará seguimiento al desempeño financiero del Fideicomiso, a la evolución de la fuente de pago y a las obligaciones adquiridas por el Estado en los documentos de la estructura. Con base en lo anterior, HR Ratings podrá ratificar o modificar la presente calificación, o su perspectiva, en el futuro.

Análisis del Desempeño del Fideicomiso No. F/851-01513

En esta sección observaremos el comportamiento de mediano y largo plazo del servicio de la deuda asociado al crédito contratado por el Estado de Durango con Santander, así como la capacidad de pago de la estructura y el comportamiento de las coberturas durante la vigencia del crédito.

La Tabla 2 muestra el desempeño financiero esperado del fideicomiso. Las cifras para 2018 y en adelante son pronosticadas considerando un escenario económico y financiero de estrés.²

Año	FGP transferido al Estado de Durango	FGP del Estado de Durango Neto	Fuente de Pago: 18.2% del FGP del Estado	Pago de Capital	Pago de Intereses Ordinarios	Servicio total de la deuda	DSCR primaria promedio mensual	Fondo de reserva en meses de servicio de la deuda (Promedio Anual)	Recursos Transferidos al Fondo de Reserva	Remanentes	Saldo insoluto
2017	\$529.4	\$423.5	\$77.1	\$1.9	\$20.5	\$22.4	3.4	3.2	\$71.3	\$0.0	\$3,198.1
2018	\$7,352.7	\$5,882.1	\$1,070.5	\$24.3	\$258.2	\$282.5	3.8	3.0	\$0.4	\$787.7	\$3,173.9
2019	\$7,608.0	\$6,086.4	\$1,107.7	\$28.5	\$251.7	\$280.2	4.0	3.0	-\$0.7	\$828.2	\$3,145.4
2020	\$8,117.8	\$6,494.3	\$1,182.0	\$33.5	\$228.5	\$262.0	4.5	3.0	-\$4.4	\$924.4	\$3,111.9
2021	\$8,652.8	\$6,922.2	\$1,259.8	\$39.3	\$219.3	\$258.7	4.9	3.0	-\$0.7	\$1,001.8	\$3,072.5
2022	\$9,109.8	\$7,287.9	\$1,326.4	\$46.2	\$211.9	\$258.1	5.1	3.0	-\$0.1	\$1,068.5	\$3,026.3
2023	\$8,963.5	\$7,170.8	\$1,305.1	\$54.3	\$204.7	\$259.0	5.0	3.0	\$0.3	\$1,045.8	\$2,972.0
2024	\$9,440.6	\$7,552.4	\$1,374.5	\$63.7	\$198.9	\$262.7	5.2	3.0	\$0.8	\$1,111.0	\$2,908.3
2025	\$9,703.6	\$7,762.9	\$1,412.8	\$74.9	\$190.9	\$265.7	5.3	3.0	\$1.0	\$1,146.1	\$2,833.4
2026	\$10,334.7	\$8,267.7	\$1,504.7	\$88.0	\$182.9	\$270.9	5.6	3.0	\$1.4	\$1,232.5	\$2,745.5
2027	\$11,002.4	\$8,802.0	\$1,602.0	\$103.3	\$174.4	\$277.8	5.8	3.0	\$1.8	\$1,322.4	\$2,642.2
2028	\$10,792.3	\$8,633.8	\$1,571.4	\$121.3	\$165.7	\$287.0	5.5	3.0	\$2.3	\$1,282.0	\$2,520.8
2029	\$11,363.0	\$9,090.4	\$1,654.5	\$142.5	\$155.0	\$297.5	5.6	3.0	\$2.9	\$1,354.0	\$2,378.3
2030	\$11,960.6	\$9,568.5	\$1,741.5	\$167.4	\$143.7	\$311.1	5.6	3.0	\$3.6	\$1,426.8	\$2,210.9
2031	\$12,282.3	\$9,825.9	\$1,788.3	\$196.6	\$131.5	\$328.1	5.5	3.0	\$4.5	\$1,455.7	\$2,014.2
2032	\$13,081.0	\$10,464.8	\$1,904.6	\$231.0	\$117.4	\$348.4	5.5	3.0	\$5.3	\$1,550.9	\$1,783.3
2033	\$13,927.3	\$11,141.8	\$2,027.8	\$271.3	\$100.8	\$372.1	5.5	3.0	\$6.3	\$1,649.4	\$1,512.0
2034	\$14,645.3	\$11,716.3	\$2,132.4	\$318.7	\$82.3	\$400.9	5.3	3.0	\$7.6	\$1,723.8	\$1,193.3
2035	\$15,397.1	\$12,317.7	\$2,241.8	\$374.3	\$61.1	\$435.4	5.2	3.0	\$9.1	\$1,797.4	\$819.0
2036	\$16,184.1	\$12,947.2	\$2,356.4	\$439.6	\$36.8	\$476.5	5.0	3.0	\$10.8	\$1,869.1	\$379.4
2037	\$12,573.4	\$10,058.7	\$1,830.7	\$379.4	\$9.4	\$388.8	4.7	2.6	-\$123.5	\$1,565.4	\$0.0

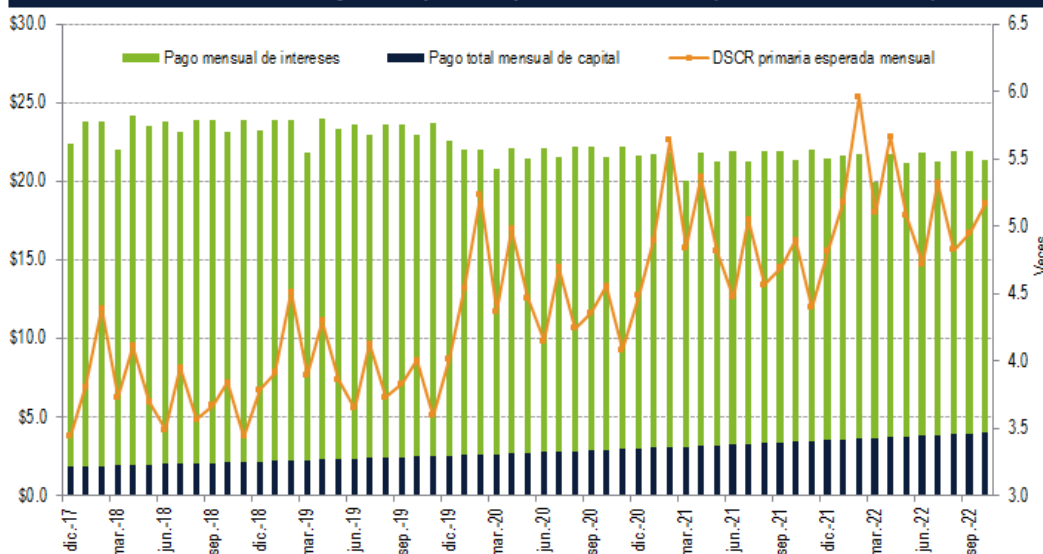
NOTA: 1) La tasa de interés aplicable es igual a la TIE₃ más una sobretasa; 2) Cantidades en millones de pesos nominales y 3) En 2017 se considera únicamente diciembre y 4) En 2037 se considera hasta septiembre.
Fuente: HR Ratings.

La Gráfica 1 muestra el perfil del servicio de la deuda durante los primeros cinco años de la vigencia del crédito, desglosado por el pago de intereses y el pago de capital. Este último se realizaría de manera mensual, consecutiva y creciente a una tasa de 1.35%. Durante la vigencia del crédito, considerando un escenario base, los ingresos asignados al pago del crédito serían equivalentes, en promedio, a 7.2x el servicio de la deuda, mientras que en un escenario de estrés sería de 5.1x.

Asimismo, la Gráfica 1 muestra el comportamiento de la DSCR primaria mensual, donde la mínima esperada a partir de 2018, año donde se empieza a considerar un escenario de estrés, es en noviembre de 2018, con un valor de 3.4x. La cobertura de los ingresos asignados al pago del servicio de la deuda es mayor en los meses de febrero, lo cual se debe a que, históricamente, febrero es el mes en que la Tesorería de la Federación (TESOFE) transfiere mayores recursos a las entidades, por concepto de participaciones federales.

² El escenario de estrés considera condiciones propias de un escenario de estancflación, es decir, alta inflación y bajos niveles de crecimiento.

Gráfica 1. Servicio de la deuda y DSCR primaria promedio mensual (Escenario de Estrés)



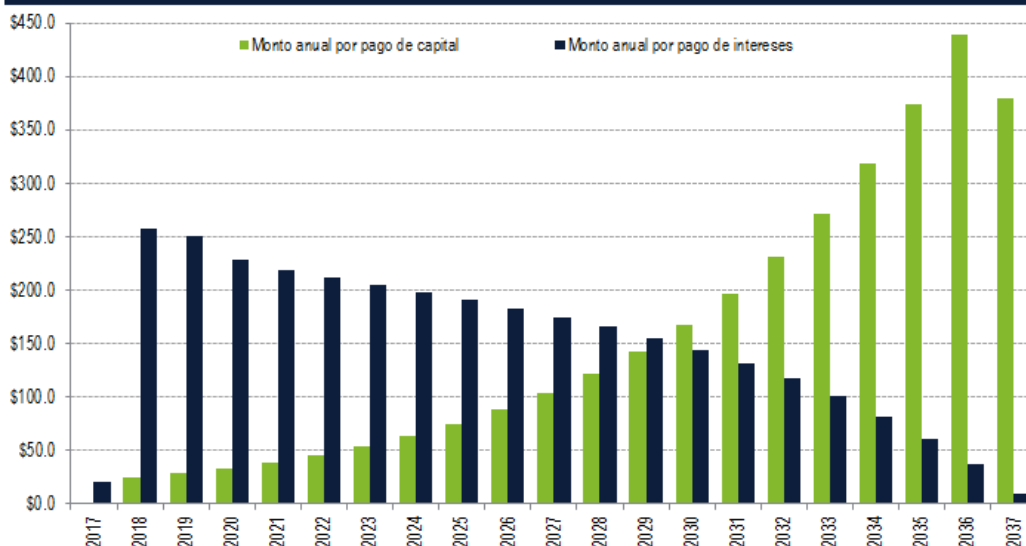
Fuente: HR Ratings.

Nota: 1) Datos proyectados en millones de pesos nominales.

La Gráfica 2 muestra el perfil anual de amortizaciones, así como el pronóstico de pago de intereses en un escenario de estrés. El Estado no contará con un periodo de gracia, por lo que el primer pago lo realizaría en el mes que disponga o al mes siguiente, dependiendo de la fecha en que realice la primera disposición. Por otro lado, los intereses ordinarios se calcularán adicionando a la $TIIE_{28}$ una sobretasa que estará en función de la calificación del crédito.

Nuestras proyecciones de la $TIIE_{28}$ muestran un comportamiento creciente en 2017, esto a consecuencia de que integran las modificaciones que ha sufrido la tasa de referencia, a partir de diciembre de 2015. De diciembre de 2015 a junio de 2017, el Banco de México ha incrementado en 400 puntos base la tasa de referencia, que era de 3.0% en diciembre de 2015, mientras que en junio de 2017 se fijó en 7.0%. Sin embargo, para principios de 2018, de acuerdo con nuestro escenario de base, esperamos que esta situación empiece a revertirse, debido a que esperamos que el Banco de México baje la tasa de referencia en 25 puntos base a finales de 2017. Nuestras proyecciones de la $TIIE$ reflejan este comportamiento en un mediano plazo.

Gráfica 2. Pago de Capital e Intereses Ordinarios en el escenario de estrés



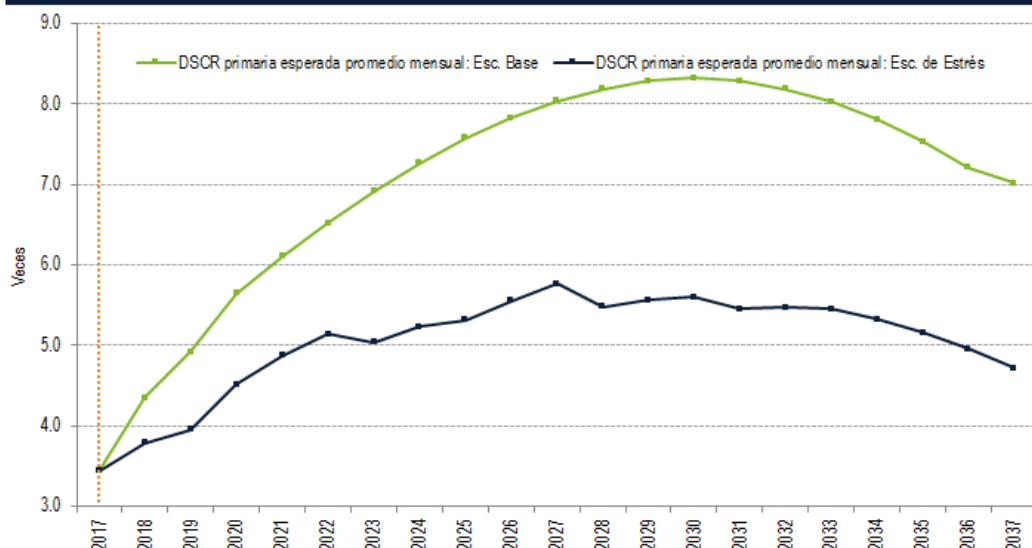
Fuente: HR Ratings.

Nota: 1) Cifras en millones de pesos nominales, 2) A partir de 2018 se considera un escenario de estrés, 3) En 2017 se considera únicamente diciembre y 4) En 2037 se considera hasta septiembre.

La Gráfica 3 muestra el comportamiento de la DSCR primaria esperada promedio mensual en un escenario base y en uno de estrés. HR Ratings realizó sus proyecciones considerando que el Estado dispondría en noviembre por lo que en 2017 únicamente se consideraría diciembre para el pago del servicio de la deuda, mostrando los ingresos asignados una cobertura del servicio de la deuda de 3.4x.

En un escenario base, en 2018 la DSCR primaria esperada sería de 4.4x y la cobertura promedio durante la vigencia del crédito sería 7.2x. Por otro lado, en un escenario de estrés, la DSCR para 2018 sería 3.8x, el promedio de la cobertura durante la vigencia del crédito sería 5.1x y la máxima esperada sería en 2027 con un valor de 5.8x.

Gráfica 3. Razón de cobertura primaria promedio mensual esperada



Fuente: HR Ratings.

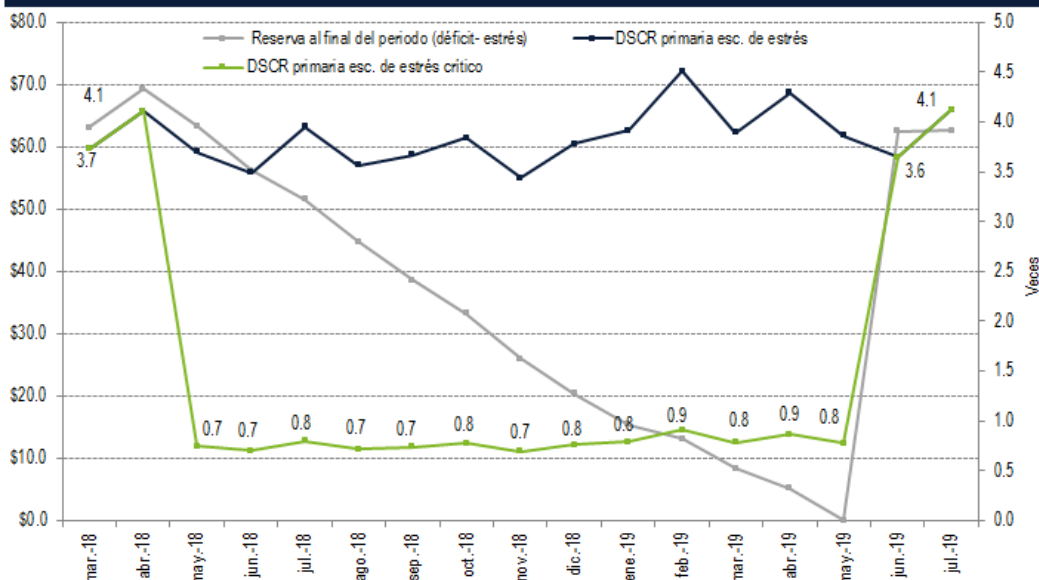
Nota: 1) A partir de 2018 los datos son proyectados bajo un escenario base y otro de estrés.

El Estado está obligado a crear y mantener durante la vigencia del crédito y, en su caso, restituir un fondo de reserva con un saldo objetivo equivalente a 3.0x el servicio de la deuda del mes inmediato anterior. Este fondo será utilizado en caso de que los flujos asignados al pago del crédito sean inferiores a la cantidad requerida para el pago del servicio de la deuda.

De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, el mes que presentaría la menor cobertura del servicio de la deuda sería noviembre de 2018 con un valor de 3.4x. Alrededor de este mes se calculó la TOE que resultó de 79.9%, la cual indica el porcentaje máximo de reducción, en un periodo de 13 meses, que los ingresos asignados al pago del crédito podrían soportar y continuar cumpliendo con las obligaciones de pago adquiridas en el contrato de crédito.

La Gráfica 4 muestra el agotamiento del fondo de reserva en el periodo de estrés crítico y su posterior reconstitución, así como el comportamiento de la DSCR primaria mensual esperada bajo un escenario de estrés cíclico y otro de estrés crítico.

Gráfica 4. Tasa Objetivo de Estrés (TOE)



Fuente: HR Ratings.

Nota: 1) Cifras en millones de pesos nominales.

Análisis de la Fuente de Pago

La estructura tiene asignada como fuente de pago 18.2% del FGP que le corresponde mensualmente al Estado de Durango. La estimación de los recursos de FGP que recibiría el Estado en el futuro es resultado de combinar proyecciones realizadas para el Ramo 28 nacional y Ramo 28 del Estado de Durango.

En la Tabla 3 se presentan los supuestos sobre algunas variables macroeconómicas utilizadas para el análisis de los escenarios base y de estrés.

Tabla 3. Escenarios (2016 - 2037)

	Esc. Base	Esc. de Estrés
FGP nom. Estado de Durango (TMAC)	6.4%	4.5%
INPC (TMAC)	3.6%	3.9%
TIE ₂₈ (Prom.)	5.2%	5.9%

Fuente: HR Ratings.

Las proyecciones de las participaciones federales (Ramo 28) se realizan en función del porcentaje relativo que han representado con respecto al PIB nacional en los últimos años. Bajo condiciones de un escenario base, el porcentaje esperado resultaría del promedio ponderado de los últimos cinco años, así como del monto observado para el año en curso. En lo que refiere a los escenarios estresados, suponemos una reducción cíclica adicional cada seis años, lo cual tiene como finalidad replicar una situación de crisis.

La distribución de los recursos de las participaciones federales del Ramo 28 nacional entre las 32 entidades federativas se determina en el marco de la Ley de Coordinación

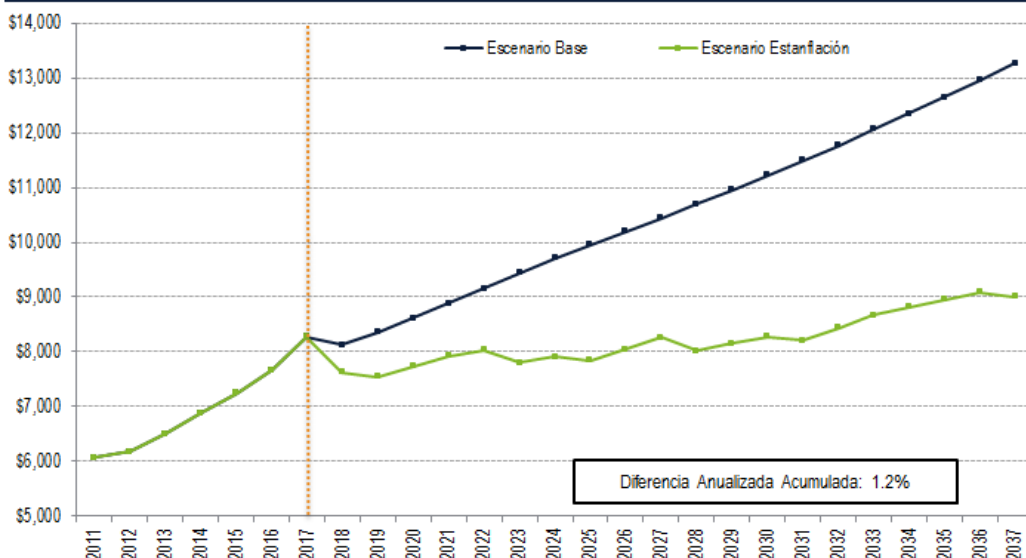
Fiscal, con base en la estimación de participaciones aprobadas en el decreto de Presupuesto de Egresos para el ejercicio fiscal correspondiente, considerando la Recaudación Federal Participable (RFP) para ese mismo año. En 2017, el monto nominal esperado en un escenario base del Ramo 28 del Estado de Durango, de acuerdo con el presupuesto y cifras observadas a septiembre de 2017, es de P\$8,278.3m en términos reales de 2011.

La Gráfica 5 muestra el pronóstico de los recursos que recibiría el Estado de Durango por concepto de las participaciones federales en términos reales a precios de 2011. En los últimos cinco años, el comportamiento del Ramo 28 fue creciente, siendo 2012 el año que mostró el menor crecimiento. En ese año, el monto real transferido de participaciones federales al Estado fue de P\$6,174.3m, mientras que en 2011 fue de P\$6,070.8m, lo que significó un crecimiento de 1.7%. Uno de los factores que provocó lo anterior es que, el Producto Interno Bruto (PIB) nacional no creció en los niveles esperados para ese año.

En 2014 se observó el mayor crecimiento con una tasa de 5.8% debido a que, en ese año, el Gobierno Federal le transfirió a Durango P\$6,874.3m por concepto del Ramo 28, lo anterior en términos reales de 2011. Para 2017, la tasa de crecimiento real esperada sería de 7.9%.

En términos reales, de 2016 a 2037, en un escenario base se esperaría una TMAC de 2.6%, mientras que, en un escenario de estrés, la TMAC₂₀₁₆₋₂₀₃₇ esperada sería de 0.8%. Considerando el periodo de 2017 al término de la vigencia del crédito, la diferencia acumulada anualizada del escenario de estrés respecto al escenario base sería de 1.2%.

Gráfica 5. Estado de Durango: Participaciones Federales (Ramo 28)



Fuente: HR Ratings con información de la SHCP y estimaciones propias.

Nota: 1) Cifras en millones de pesos reales de 2011.

La Gráfica 6 muestra la proporción, observada y proyectada, que representaría el Ramo 28 estatal en relación con el Ramo 28 nacional. En este caso, la proporción que representó esta relación de 2012 a 2016 mostró una tendencia similar, se ubicó en un rango entre 1.30% y 1.33%. Para 2017 se esperaba que la proporción siguiera la misma tendencia, ubicándose en 1.35%. En un escenario base, se esperaba que la proporción promedio durante la vigencia del crédito sea 1.33%, mientras que, en un escenario de estrés, se esperaba que la proporción mencionada, considerando reducciones en 2018, 2023 y 2028, sea de 1.22%.

Gráfica 6. Durango: Ramo 28 Estatal a Ramo 28 Nacional



Fuente: HR Ratings con información de la SHCP y estimaciones propias.

El Ramo 28 se conforma de diversos fondos, de los cuales, el más relevante debido a la porción que representa del total es el Fondo General de Participaciones. La fórmula para repartir dichos recursos está determinada, entre otros factores, por el crecimiento económico de la entidad, ponderado por la población, el esfuerzo recaudatorio estatal y la recaudación local respecto al total nacional.

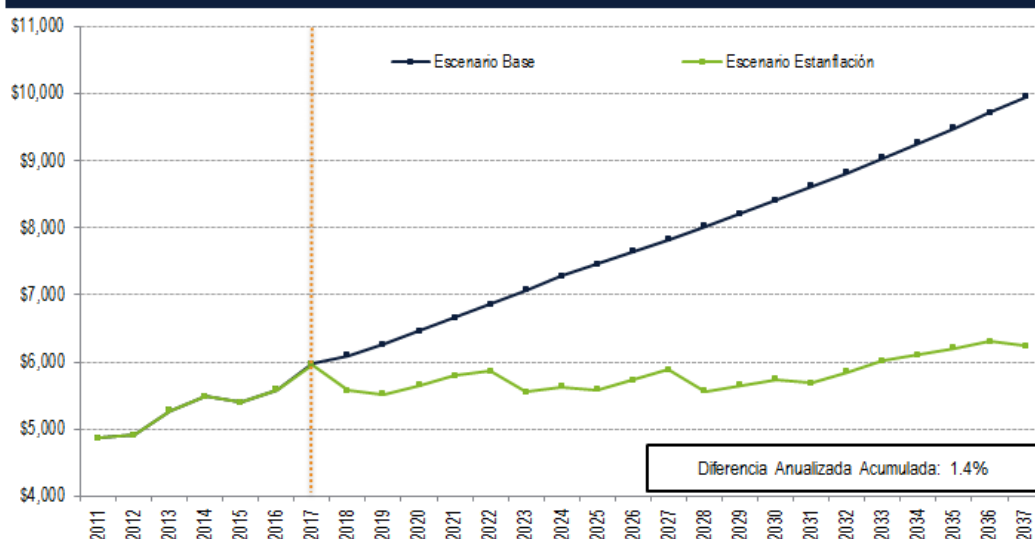
El cálculo de las proyecciones para determinar el monto correspondiente del FGP estatal respecto al Ramo 28 estatal mantiene la misma estructura que el cálculo para establecer las proyecciones de la relación Ramo 28 estatal / Ramo 28 nacional. En un escenario base, resulta de realizar un promedio ponderado de los últimos cinco años observados del FGP estatal, así como del dato presupuestado para el año fiscal en curso; y en lo que respecta a los escenarios de estrés, se supone una posible reducción del FGP estatal, por lo que cada cinco años se aplica un factor de reducción.

La Gráfica 7 muestra los flujos que obtuvo y lo que recibiría el Estado por parte del FGP, en un escenario base y en uno de estrés. De 2011 a 2016, el FGP estatal creció año con año, con excepción de lo ocurrido en 2015, cuando el FGP de Durango tuvo un crecimiento real de -1.5%. Lo anterior es explicado, en parte, porque en ese año, se incorporó un nuevo fondo dentro del Ramo 28, que es el Fondo del Impuesto Sobre la Renta (ISR). En ese año, este fondo tuvo una participación de 6.0% aproximadamente, dentro de las participaciones federales del Estado.

En 2016, el Estado recibió por concepto de FGP un total de P\$5,590.6m, representado un crecimiento de 3.5%. Para 2017, se esperaba que Durango reciba por este fondo un acumulado de P\$5,966.7m, es decir, se esperaba una tasa de crecimiento de 6.7%. Lo anterior en términos reales de 2011.

De acuerdo con los supuestos realizados para el escenario base, se esperaba una $TMAC_{2016-2037}$ de 2.8%, mientras que, en un escenario de estrés, la $TMAC_{2016-2037}$ sería de 0.5%, ambas en términos reales. Para este rubro, la diferencia anualizada acumulada del escenario de estrés con respecto al escenario base es de 1.4%.

Gráfica 7. Estado de Durango: Fondo General de Participaciones (FGP)



Fuente: HR Ratings con información de la SHCP y estimaciones propias.

Nota: 1) Cifras en millones de pesos reales de 2011.

Fideicomiso No. F/851-01513

El 28 de septiembre de 2017 se celebró el contrato de Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/851-01513 (el Fideicomiso), el cual quedó integrado por las siguientes partes:

- Fideicomitente y fideicomisario en segundo lugar: el Estado de Durango.
- Fiduciario: Banco Regional de Monterrey, S.A., Institución de Banca Múltiple, Banregio Grupo Financiero.
- Fideicomisario en primer lugar: los acreedores inscritos en el Fideicomiso.

El Estado y el fiduciario acuerdan que los bienes que constituyen el patrimonio del Fideicomiso son los siguientes:

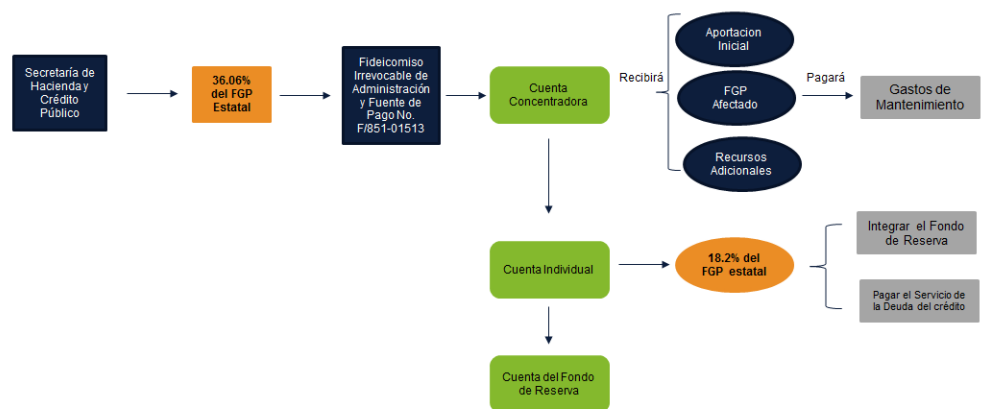
- La aportación inicial.
- Las participaciones afectadas al Fideicomiso que corresponden a 36.06% del FGP que le corresponde mensualmente al Estado.
- Las cantidades derivadas del ejercicio de las participaciones afectadas.

- Recursos adicionales que aporte el fideicomitente.
- Los productos y rendimientos financieros que se obtengan por la inversión de los recursos del patrimonio del Fideicomiso.

El Diagrama 1 muestra las cuentas del Fideicomiso, así como su operación. Por otro lado, el procedimiento de pago de los financiamientos registrados en el Fideicomiso se realizará de la siguiente manera:

1. Dentro de los primeros cinco días hábiles de cada periodo de pago, el fideicomisario en primer lugar deberá presentar al fiduciario la solicitud de pago correspondiente.
2. El día en que se reciban en la cuenta individual los recursos derivados del porcentaje asignado, el fiduciario deberá de realizar cualquier pago obligado a hacer el Estado.
3. Si los recursos fueran insuficientes, el fiduciario dispondrá de los recursos del fondo de reserva. En caso de que siguieran faltando recursos, el fiduciario se lo notificará al Estado para que éste realice una aportación de recursos adicionales.
4. Una vez realizado todos los pagos, el fiduciario entregará los remanentes al Estado.

Diagrama 1. Cuentas del Fideicomiso y su Operación



Fuente: HR Ratings con información del contrato de Fideicomiso.

Contrato de Crédito Simple: Santander P\$3,200.0m

El 28 de septiembre de 2017, el Estado de Durango y Santander, celebraron el contrato de apertura de crédito simple por un monto inicial de hasta P\$3,200.0m, lo anterior al amparo del Decreto No. 166 publicado en el Periódico Oficial del Estado el 29 de junio de 2017. Por otro lado, el 21 de agosto de 2017 se celebró el acta de fallo y determinación de los resultados de la licitación pública para la contratación de financiamientos. La fuente de pago asignada para el crédito es 18.2% del FGP que le corresponde mensualmente al Estado.

El Estado aún no ha dispuesto el monto del crédito; sin embargo, tiene hasta el 31 de diciembre de 2017 para llevar a cabo la o las disposiciones correspondientes. El destino

del crédito será para refinanciar o reestructura la deuda pública bancaria de largo plazo del Estado.

El Estado deberá de crear, mantener, y en su caso, restituir un fondo de reserva con un saldo objetivo equivalente a 3.0x el servicio de la deuda del mes inmediato anterior. Este fondo deberá ser mantenido en el Fideicomiso durante la vigencia del crédito, con el fin de solventar problemas de liquidez.

El financiamiento tendrá un plazo máximo de hasta 240 meses (20 años) a partir de la firma del contrato de crédito. El pago de capital se podrá realizar hasta en 240 amortizaciones las cuales serán mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa de 1.35%, en el entendido que el crédito deberá de quedar liquidado máximo en la fecha de vencimiento del mismo que es el 28 de septiembre de 2037. El Estado no contará con un periodo de gracia. Por otro lado, a partir de la primera disposición, el Estado pagará mensualmente al Banco intereses ordinarios sobre saldos insolutos a una tasa equivalente a la TIE₂₈ más una sobretasa que estará en función de la calificación del crédito.

Los pagos que efectúe el Estado al Banco se aplicarán hasta donde alcancen, en el siguiente orden: i) impuestos, ii) gastos del financiamiento, iii) comisiones, iv) intereses moratorios, v) intereses ordinarios venidos y no pagados, vi) capital vencido y no pagado, vii) intereses ordinarios vigentes y viii) monto del principal del crédito.

Obligaciones de Hacer y No Hacer

Durante la vigencia del contrato de crédito y hasta que no se realice el pago total de las cantidades de principal, intereses y accesorios insolutos del crédito, el Estado adquiere una serie de obligaciones de hacer y no hacer, entre las que se encuentran las siguientes:

- El Estado deberá de pagar al Banco cualquier cantidad de principal, intereses y demás pago obligado a realizar con base en lo establecido en el contrato de crédito.
- El Estado deberá de informar al Banco dentro de los diez días hábiles siguientes a la fecha de que tenga conocimiento de cualquier evento de aceleración o de incumplimiento.
- El crédito deberá de recibir, al menos, una calificación a más tardar a los 90 días siguientes a la primera disposición. Asimismo, deberá de mantener durante su vigencia, al menos una calificación en un nivel mínimo de HR AA (E) o su equivalente.
- En el caso de que las participaciones afectadas sean sustituidas por otros fondos, el Estado deberá de afectar al Fideicomiso el porcentaje de dichos fondos que sea equivalente a las participaciones afectadas.
- El Estado no podrá contratar pasivos con cortos financieros cuyo pago sean las participaciones afectadas.
- El fiduciario deberá de mantener como porcentaje asignado al crédito, al menos, 18.2% del FGP correspondiente al Estado.

- El Estado deberá de mantener el saldo del fondo de reserva de acuerdo con lo establecido en el contrato de crédito.
- Antes del 31 de diciembre de 2017, el Estado deberá de celebrar y mantener una operación financiera de cobertura de tasa de interés (cap, swap, collar, etc) que deberá de cubrir en todo momento, al menos, 50.0% del saldo insoluto del financiamiento. Deberá de ser contratado por plazos de cinco años.

Eventos de Aceleración

El incumplimiento por parte del Estado de cualquiera de las obligaciones de hacer y no hacer (salvo las que constituyan un evento de vencimiento anticipado), así como la presentación de una notificación de aceleración por parte de cualquier fideicomisario en primer lugar del Fideicomiso, constituirán un evento de aceleración.

La notificación de aceleración deberá de instruir al fiduciario para transferir a la cuenta individual del crédito, la cantidad límite o si los recursos fueran insuficientes, los recursos disponibles del fondo de reserva, lo anterior hasta que el fiduciario reciba una notificación de terminación del evento de aceleración.

Dentro de los cinco días hábiles siguientes a la notificación de aceleración, el Estado deberá entregar al Banco un informe sobre las causas del incumplimiento y un programa para regularizarlo, incluyendo el plazo en el cual el Estado subsanará el evento de aceleración.

Una vez subsanado el incumplimiento que dio lugar al evento de aceleración, el Banco estará obligado, dentro de los cinco días hábiles siguientes a la fecha en que dicho incumplimiento fue subsanado, a presentar al fiduciario una notificación de terminación de evento de aceleración.

En caso de que durante el periodo en el que se encuentre pendiente de ser subsanado un evento de aceleración surgiera un nuevo evento de aceleración, las consecuencias del evento de aceleración pendiente se ampliarán por periodos de seis meses por cada nuevo evento. El incumplimiento del programa de regularización tendrá por efecto que el evento de aceleración, y sus consecuencias subsistan hasta la liquidación del crédito, o hasta que el Banco acuerde lo contrario.

Eventos de Vencimiento Anticipado

El Banco podrá dar por vencido anticipadamente el plazo para el pago del crédito, en cualquiera de los siguientes supuestos:

- Si el Estado incumple una o más de sus obligaciones de pago derivadas del contrato de crédito.
- Si el Fideicomiso se extingue o termina su vigencia.
- Si durante un plazo de 60 días los ingresos asignados al crédito son inferiores a las cantidades requeridas.

- Si cualquier fideicomisario en primer lugar del Fideicomiso presenta al fiduciario una notificación de incumplimiento.

A partir del acontecimiento de cualquier de los eventos mencionados anteriormente, el Banco deberá notificar al Estado de la existencia del evento el cual deberá de contestar dentro de los 30 días hábiles siguientes a la fecha en que recibió la notificación. Excepto si el incumplimiento tiene que ver con el incumplimiento de pago de cualquier cantidad adeudada; en este caso, el Estado tendrá cinco días para contestar.

Vencido este plazo, el Banco tendrá el derecho más no la obligación de declarar un evento de vencimiento anticipado del crédito.

Opinión Legal

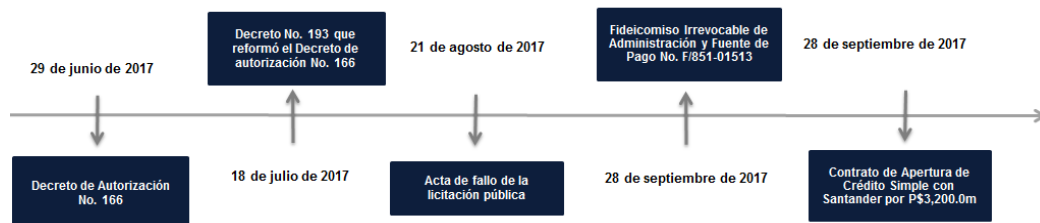
Como parte del proceso de calificación, se evaluó la fortaleza legal del Fideicomiso en cuanto a su capacidad para cumplir con las funciones, obligaciones y responsabilidades legales que le han sido encomendadas y que le permitan operar como tal, así como la legalidad del financiamiento y sus respectivos registros, inscripciones y demás documentos.

Por lo tanto, considerando el análisis hecho por un despacho de asesores legales independientes, se concluyó lo siguiente:

- El contrato de Fideicomiso No. F/851-01513, así como el contrato de crédito, cumplen con las obligaciones y disposiciones legales aplicables al proceso de contratación de financiamientos por parte del Estado, incluyendo el mecanismo de afectación de los ingresos federales que le correspondan para su pago. Ambos contratos constituyen obligaciones válidas y exigibles de sus respectivas partes conforme a sus términos.
- El Estado no se encuentra en incumplimiento de financiamiento alguno, ni existen elementos que pudieran hacer suponer que está o podría estar en el futuro en incumplimiento de cualquier financiamiento.
- La afectación de las participaciones federales se encuentra debidamente autorizada por la Legislatura del Estado.
- De acuerdo con nuestra metodología de calificación y con base en el dictamen legal entregado por el despacho independiente de abogados, esta estructura financiera recibió una opinión legal *satisfactoria*. Lo anterior sin dejar de lado las limitaciones y reservas mencionadas en dicho dictamen.

Anexos

Diagrama 2: Antecedentes



Fuente: HR Ratings.

Glosario

Consideraciones Extraordinarias de Ajuste (CEA). Son factores cualitativos que, de acuerdo con nuestra metodología de calificación, pueden representar una mejora crediticia o un riesgo adicional para el producto estructurado. Según sea el caso, esto podría afectar positiva o negativamente la calificación cuantitativa.

Contrato de cobertura. Instrumento financiero que, a través de un contrato, fija el valor máximo de una variable financiera (CAP) o intercambia su valor por otra (SWAP). La cobertura aplica en un tiempo determinado y puede involucrar el pago de una prima. La contratación de estos instrumentos es independiente al crédito contratado o emisión colocada. Las variables sujetas a cobertura son, entre otras: tasa de interés, UDI o tipo de cambio.

Escenario Base. Proyecciones sobre el escenario macroeconómico más probable combinadas con las estimaciones más probables de las variables relevantes para cada estructura. Éstas se realizan tomando en cuenta las condiciones económicas y financieras del contexto internacional y local actual.

Escenarios Macroeconómicos. Proyecciones sobre ciertas variables económicas y financieras, suponiendo, por un lado, un escenario base con la evolución más probable de estas variables, así como dos escenarios de estrés, uno de bajo crecimiento económico y alta inflación (estanflación) y, otro escenario con bajo crecimiento económico y baja inflación.

Estrés Cíclico. Simulación periódica de una crisis económica nacional que es incorporada en los escenarios de estrés macroeconómicos, junto con las diferentes variables que tienen impacto en la estructura. El escenario de estrés cíclico será aquel que presente un nivel menor de DSCR primaria.

Estrés Crítico. Periodo de 13 meses en donde se aplica un estrés adicional sobre la fuente de pago pronosticada en el escenario de estrés cíclico. Este periodo se establece alrededor de la DSCR primaria esperada mínima.

Participaciones Federales (Ramo 28). Son los recursos monetarios que el Gobierno Federal distribuye entre las entidades federativas mediante siete fondos. De éstos, el FGP, el FFM y la parte proporcional del IEPS³, son los únicos que pueden afectarse para el pago de obligaciones de deuda contraídas por los estados y municipios, de acuerdo con la Ley de Coordinación Fiscal vigente.

Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR, por sus siglas en inglés). Indica el número de veces (x) que los ingresos disponibles son capaces de cubrir el servicio de la deuda (pago de capital e intereses) en un momento determinado.

Tasa Objetivo de Estrés (TOE). Es la máxima reducción posible de los ingresos disponibles de una estructura de deuda, a lo largo de un periodo de Estrés Crítico, sin caer en incumplimiento de pago (default). Los ingresos disponibles consideran el fondo de reserva, el cual debe restituirse al final de dicho periodo. El valor de la TOE equivale a una calificación cuantitativa.

TMAC. Tasa Media Anual de Crecimiento.

³ FGP: Fondo General de Participaciones, FFM: Fondo de Fomento Municipal e IEPS: Impuesto Especial sobre Producción y Servicios.



A NRSRO Rating*

Credit
Rating
Agency

Estado de Durango

Crédito Bancario Estructurado Santander (P\$3,200.0m, 2017)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
27 de noviembre de 2017

HR Ratings Alta Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Dirección General de Operaciones

Álvaro Rangel +52 55 8647 3835
alvaro.rangel@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139
ricardo.gallegos@hrratings.com

Roberto Ballinez +52 55 1500 3143
roberto.ballinez@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Deuda Corporativa / ABS

Luis Quintero +52 55 1500 3146
luis.quintero@hrratings.com

José Luis Cano +52 55 1500 0763
joseluis.cano@hrratings.com

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1500 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgo

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309
rogelio.arguelles@hrratings.com

Dirección General de Cumplimiento

Laura Mariscal +52 55 1500 0761
laura.mariscal@hrratings.com

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3130
francisco.valle@hrratings.com



Credit
Rating
Agency

Estado de Durango

Crédito Bancario Estructurado

Santander (P\$3,200.0m, 2017)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
27 de noviembre de 2017

A NRSRO Rating*

México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, Tel 52 (55) 1500 3130.
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esta entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadora:

Metodología de Productos Estructurados para Estados y Municipios: Deuda apoyada por Participaciones Federales de los Estados, 24 de enero de 2013

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/es/metodologia.aspx

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.

Calificación anterior	N.A.
Fecha de última acción de calificación	N.A.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero de 2011 a septiembre de 2017
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado de Durango y fuentes de información pública
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	N.A.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	N.A.

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Ratings Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, a la alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde USD1,000 a USD1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varían entre USD5,000 y USD2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).