

# Calificaciones de Entidades del Sector Público

Fuera de los EE.UU.

Metodología de Sector Específico

Este informe es una traducción del reporte titulado "Rating of Public Sector Entities, outside the United States", publicado el 22 de febrero de 2016; el cual actualiza y reemplaza la anterior metodología titulada de la misma forma, publicada el 26 de febrero de 2015.

## Alcance

Este informe detalla el enfoque de Fitch Ratings para calificar Entidades del Sector Público (ESP) fuera de los Estados Unidos. Es una extensión de los reportes de Metodología Maestra titulados "Calificación de Entidades respaldadas por Ingresos No Fiscales" y "Calificación de Entidades respaldadas por Ingresos Fiscales". El reporte se centra en cuatro factores que determinan la opinión de Fitch sobre la probabilidad de soporte extraordinario del soberano o entidad subnacional (del "patrocinador") para el enfoque de arriba hacia abajo; y cuatro factores que pueden proveer de una mejora en la calificación respecto al perfil crediticio independiente bajo el enfoque de abajo hacia arriba.

Los elementos clave de la metodología para calificar ESP siguen siendo consistentes con reportes previos de criterios. No todos los factores de calificación descritos en el informe se aplican a cada calificación individual o acción de calificación. Cada comunicado de calificación o reporte describe los factores más relevantes para las decisiones de calificación individuales. Este reporte sólo aplica a ESP cuyas calificaciones están mejoradas. Para entidades públicas evaluadas exclusivamente sobre una base independiente, Fitch utiliza su metodología "Calificación de Entidades respaldadas por Ingresos No Fiscales".

## Principales Factores

**Entidad de Sector Público:** La definición de las ESP varía de un país a otro, pero tienen en común alguna forma de propiedad del sector público, rol público o un estatus legal del sector público en específico. Regularmente, las ESP emprenderán una función sin fines de lucro.

**Vínculos con el Patrocinador:** No todos los ESP son propensos a recibir el mismo nivel de apoyo extraordinario de niveles superiores de gobierno en caso de estrés financiero. Por lo tanto, Fitch ha clasificado las ESP como "entidad pública con vinculación crediticia" (EPVC), donde el apoyo extraordinario es altamente probable y oportuno, o las "entidades públicas sin vinculación crediticia" (EPSVC), donde la probabilidad y oportunidad de apoyo extraordinario es menos seguro, pero donde hay otros factores positivos de apoyo.

**Factores Determinantes en el Enfoque:** Fitch evalúa varios factores antes de decidir si una ESP tiene o no, vinculación crediticia con el patrocinador. Estos incluyen: el estatus legal o grado de propiedad gubernamental; el entorno donde la ESP opera; la facilidad de sustitución de servicio; y cualquier declaración de política sobre no intervención del patrocinador.

**Arriba-hacia-abajo para EPVC:** Fitch usa un enfoque "arriba-hacia-abajo", si hay una fuerte probabilidad de apoyo financiero extraordinario. Esto porque la ESP está altamente integrada al aparato de gobierno, puede recibir subsidios y/o inyecciones de capital y tiene actividades estrechamente controladas y una misión del sector público. Bajo este enfoque, la ESP está vinculada crediticiamente al patrocinador y su calificación se puede igualar o ser inferior hasta tres subniveles respecto a las calificaciones internacionales del patrocinador del sector público.

**Abajo-hacia-arriba para EPSVC:** Donde el apoyo financiero extraordinario es posible en lugar de altamente probable, Fitch sigue un enfoque "abajo-hacia-arriba". La atención se centra principalmente en el perfil independiente del emisor. Fitch considera la posibilidad de apoyo extraordinario, y otros factores de apoyo, para mejorar la calificación. El perfil independiente de la entidad se puede mejorar por hasta tres subniveles.

## Analistas

Fernando Mayorga  
+34 93 323 8407  
[fernando.mayorga@fitchratings.com](mailto:fernando.mayorga@fitchratings.com)

Christophe Parisot  
+ 33 1 44 29 91 34  
[christophe.parisot@fitchratings.com](mailto:christophe.parisot@fitchratings.com)

Raffaele Carnavale  
+ 39 2 87 90 87 203  
[raffaele.carnavale@fitchratings.com](mailto:raffaele.carnavale@fitchratings.com)

## Definición de una Entidad del Sector Público

Una ESP podría cubrir un mandato claro de sector público, proveería servicios públicos esenciales o podría tener un rol en el desarrollo para el patrocinador (el soberano o subnacional). Puede ser directa o indirectamente de propiedad mayoritaria, por parte del patrocinador, tendería a ser estrechamente controlada y podría tener un estatus público especial. La entidad sería normalmente sin fines de lucro y tendría participación accionaria, vínculos legales y/o financieros con el patrocinador. En caso de ser una entidad regulada, esto no debería obstaculizar al patrocinador para brindar ayuda financiera directa o indirecta a la entidad, en caso de ser necesario.

### Entidad Pública con Vinculación Crediticia (EPVC) o Entidad Pública Sin Vinculación Crediticia (EPSVC)

La primera parte del análisis de Fitch es evaluar si una entidad tiene o no un vínculo crediticio con su patrocinador, ya que esto determina si la agencia sigue el enfoque de calificación de arriba-hacia-abajo o abajo-hacia-arriba. Si se tiene un vínculo crediticio, el patrocinador tendría una fuerte propensión a brindar apoyo extraordinario; si es una entidad sin vinculación crediticia, el apoyo extraordinario del patrocinador sería considerado como posible en lugar de altamente probable.

Fitch no sólo ve los vínculos financieros o económicos, sino también los vínculos informales y jurídicos entre la ESP y su propietario en el sector público, que resultaría en un apoyo extraordinario oportuno en caso de ser necesario. Los factores determinantes para definir si una entidad es una EPVC o una EPSVC incluyen el estatus legal de identidad, la facilidad de sustitución de los servicios por parte de otros agentes en el mercado, el entorno operativo (por ejemplo, si es sin fines de lucro u opera en un entorno comercial) y cualquier declaración de política que haga que cualquier intervención financiera directa sea difícil (véase el Anexo A para una descripción de las rutas diferentes).

Esta evaluación es dinámica - una ESP puede pasar de ser considerada como vinculada al crédito del patrocinador a no vinculada al crédito, y por lo tanto, el enfoque de calificación de Fitch puede tener cambios. Por ejemplo, un debilitamiento de la participación estatal, un cambio en la situación jurídica o un rol más comercial para la ESP podría dar como resultado a que Fitch ya no considere a la entidad con vinculación crediticia y que la agencia tome una acción de calificación correspondiente. Un movimiento en la dirección opuesta (de sin vinculación crediticia a vinculación crediticia) también podría ocurrir, aunque esto sería más raro.

### Entidad Pública con Vinculación Crediticia

Las ESP con vinculación crediticia al patrocinador, normalmente emprenden una misión de maximización sin fines de lucro y un mandato claro del sector público. Ellos juegan roles estratégicos para el gobierno soberano, local y regional en un sector clave.

Para que una ESP se considere con vinculación crediticia, necesita estar integrada en el aparato de gobierno, con sus actividades estrechamente controladas por el mismo. Se debe llevar a cabo una misión de servicio público (por lo general cae bajo la responsabilidad del soberano o el gobierno regional/local) y debe tener un estatus claro del sector público y sin ningún plan inmediato para la privatización. La propensión del patrocinador para brindar apoyo extraordinario se consideraría fuerte. Dicha ESP se puede calificar en el mismo nivel que su propietario en el sector público o subniveles abajo respecto a la calificación del patrocinador. La existencia de garantías estatutarias o específicas conduciría a que la calificación de la ESP o de sus instrumentos de deuda se equiparase de manera automática con la de su garante del sector público.

### Calificaciones Normalmente con Vinculación Crediticia y Ecuilibradas – Garantía Específica/Estatutaria

Una garantía estatutaria, donde exista una (normalmente cubre todas las obligaciones del

#### Metodologías Relacionadas

[Calificación de Entidades Públicas Respaladas por Ingresos No Fiscales \(Julio 8, 2014\)](#)

[Metodología de Calificación de Entidades Respaladas por Ingresos Fiscales. \(Agosto 14, 2012\)](#)

emisor), se incluye generalmente ya sea en los estatutos de la ESP o en determinadas leyes aprobadas por el propietario en el sector público en relación con sus ESP y normalmente resultaría en una ecualización entre las calificaciones de la ESP con aquellas del patrocinador.

La ecualización de la calificación de una ESP con la calificación de su patrocinador también es posible cuando hay una garantía de deuda específica en lugar de una garantía estatutaria. Una garantía explícita tendría que ser aplicable y no estar más allá de sus facultades (es decir, debe estar dentro de los poderes del patrocinador); irrevocable (no se puede cambiar o cancelar una vez que se ha concedido); inequívoca (se especifica la cantidad garantizada); incondicional (tiene una definición clara de la extensión de la garantía); en demanda (no hay duda acerca de la puntualidad); general (que debe cubrir todas las obligaciones (presente y futuro); e indefinida (que no debe tener ningún límite de tiempo - a menos que sea una garantía para un problema específico de bonos).

Fitch también evalúa el historial del soberano/subnacional en honrar a las garantías anteriores y el entorno jurídico en el que opera.

### **Calificaciones Normalmente con Vinculación Crediticia pero no Necesariamente Ecualizadas**

Fitch considera que el estatus legal y el control normalmente pesan más en la evaluación de la fuerza de la vinculación crediticia que otros factores, ya que indican una mayor posibilidad de que el patrocinador extienda apoyo financiero extraordinario en caso de ser necesario. Sin embargo, si alguno de los cuatro factores se considera de importancia primordial, su peso dominará el resultado de la evaluación.

#### **Estatus Legal**

Fitch cree que cuanto menos empresarial sea el estatus legal de la ESP, más fuerte es su vínculo con el propietario. Por ejemplo, un departamento ministerial o una agencia gubernamental obtendrían una calificación más cercana a la de su propietario que una empresa pública. Por otra parte, es más probable que una empresa pública donde el estado tenga una participación del 100% converja más con la calificación de su propietario que otra en la que el estado sólo posea una participación mayoritaria. En aquellos casos en que la participación del estado sea inferior al 40% del capital, es poco probable que Fitch considere a la ESP como una entidad con vinculación crediticia.

#### **Control**

Control incluye factores tales como la capacidad de designar los cargos directivos, el ministerio encargado (ya sea el Ministerio de Hacienda, u otro ministerio o secretaría del estado), la supervisión financiera (que incluye la aprobación de las cuentas y la información sobre el endeudamiento y el presupuesto), el control de la Junta Directiva, así como el diseño, la dirección estratégica y la implementación de las políticas, y las auditorías oficiales. Cuanto mayor sea el control que el soberano/subnacional ejerce en la toma de decisiones de la ESP, menor diferencia existirá entre la calificación de la ESP y la de su patrocinador.

#### **Importancia Estratégica**

Cuanto más importante sea el papel desempeñado por la ESP en la prestación de servicios públicos en nombre o por cuenta del gobierno central o territorial, mayor será la probabilidad de que reciba apoyo. Por ejemplo, si la interrupción o la suspensión de un servicio público (como el transporte público o la vivienda social) afecta a la capacidad de generación de ingresos de la administración local o tiene consecuencias sociales o políticas, la probabilidad y la rapidez del soporte serán mayores que si los servicios proporcionados por la ESP revisten una importancia secundaria para el estado o la administración local.

Fitch deberá evaluar la intención del gobierno con respecto a la continuidad de los servicios y la protección de los acreedores. Por ejemplo, un servicio considerado básico puede continuar funcionando incluso si se ha producido un incumplimiento. Además, Fitch estudiará si el

incumplimiento de una ESP importante puede tener repercusiones negativas para la solvencia del propietario público y en consecuencia limitar los fondos que el propietario pueda obtener a través de los mercados de capitales.

### **Integración**

Cuanto más estrecho sea el grado de consolidación (presupuestario y financiero), mayor será la probabilidad de que la calificación se equalice con la calificación del soberano/subnacional. Además, cuanto mayor sea el nivel de financiamiento continuo que el propietario aporte a la ESP, más dependiente será ésta y, por tanto, menor será la divergencia en la calificación. El tamaño del sector público es igualmente importante. Por ejemplo, en aquellos países en los que el sector público es muy grande, la probabilidad de que una entidad reciba soporte financiero de rescate será menor que en aquellos países en los que sólo existen unas cuantas ESP clave.

### **Política de Calificación para EPVC**

En los casos en los que existen garantías estatutarias o específicas claras, la calificación de la ESP y la de su propietario del sector público coinciden. Donde no hay tal garantía la calificación de la ESP puede ser menor a la de su propietario, a menos que los otros factores de calificación y soporte sean muy fuertes o sus fundamentos crediticios independientes estén a la par con los de su patrocinador.

Para las EPVC, la agencia aplica un enfoque de arriba-hacia-abajo, con las calificaciones siendo equalizadas o reducidas hasta por tres subniveles respecto a la calificación del patrocinador (calificaciones internacionales IDR en moneda extranjera o local, a largo plazo), dependiendo de la valoración de Fitch hacia el patrocinador y la propensión para brindar apoyo extraordinario. En la mayoría de las situaciones, las calificaciones de una EPVC tienden a ser más altas que su perfil independiente debido al rol de maximización sin fines de lucro.

Cuando Fitch asigna calificaciones a las ESP en un sector (por ejemplo, los hospitales públicos), pueden decidir aplicar una política de diferenciación de calificación más amplia (es decir, más de una categoría de calificación), dado que el vínculo agregado puede ser más débil que el vínculo entre una sola ESP y su patrocinador del sector público. Para calificaciones nacionales, la diferenciación de calificaciones también podría ser más amplia que tres subniveles. En casos, en los que Fitch no tenga alguna calificación para el patrocinador (soberano o subnacional), la agencia llevaría a cabo una calificación privada. Las calificaciones de las ESP normalmente no serían superiores a los del patrocinador, incluso si los indicadores crediticios de las primeras fueran mejores significativamente que los de su propietario en el sector público. Deuda de una ESP es normalmente considerada en la calificación del patrocinador de acuerdo al criterio aplicable relevante.

Un subnacional puede tener una fuerte intención de apoyar a una ESP, pero puede que no sea capaz de hacerlo en el momento oportuno debido a limitaciones financieras o impedimentos normativos/legales. Por ejemplo, si los pasivos de la ESP son significativos en relación con los ingresos o el GDP del soberano/subnacional, puede ser difícil para el soberano/subnacional el proporcionar apoyo extraordinario a la PSE de manera oportuna, o en el caso de la Unión Europea, no se permite que un patrocinador rescate a una ESP, ya que se podría considerar como anticompetitivo.

Para Fitch la facilidad de acceso del soberano/subnacional ya sea a la financiación bancaria, el mercado de capitales o de su posición de liquidez es importante para evaluar el nivel de apoyo financiero real que puede proveer en un corto plazo.

En aquellos casos en que el patrocinador está compuesto por más de un gobierno local o regional, Fitch usará un promedio ponderado del perfil crediticio de los patrocinadores basado en sus participaciones en el capital y/o implicaciones en el fondeo de la ESP. Sin embargo, si existe un número muy grande de patrocinadores (por ejemplo, más de cuatro) pero sin un

patrocinador único que tenga más de 50% de las acciones de la ESP, la agencia puede llegar a la conclusión de que no hay vínculos fuertes suficientes con los miembros del grupo y podrá decidir no considerar la ESP como una EPVC.

La figura 2 en el Anexo B proporciona indicaciones de calificación basado en factores de calificación arriba-hacia-abajo. Generalmente, una ESP a la cual se considere tener un “fuerte” nexos con el patrocinador a lo largo de los cuatro factores puede tener 0-1 subniveles de calificación por debajo del IDR del patrocinador. Una mezcla de “fuerte” y “medio” soportaría una calificación de 1-2 subniveles por debajo del IDR del patrocinador. Una mezcla de “medio” y “débil” soportaría una calificación que se encuentre 2-3 subniveles por debajo del IDR del sponsor. Si todos los atributos son considerados “débiles”, es poco probable que la entidad tenga una vinculación crediticia con el patrocinador.

### **Entidad Pública Sin Vinculación Crediticia**

Las ESP que se incluyen en esta categoría se caracterizan por operar de manera autónoma y por ser objeto de un control más sutil que directo por parte del estado o de la administración local. Es posible que el patrocinador sólo posea una participación minoritaria en la compañía. La ESP puede tener como objetivo la maximización de utilidades, y operar en todos los aspectos como una empresa comercial, o bien contar con perspectivas de privatización a corto plazo. El apoyo financiero extraordinario es posible, más no probable, aunque puede haber otros factores externos de apoyo.

Entidades sin vinculación crediticia también incluyen compañías sin fines de lucro tales como otorgadores de vivienda social en Inglaterra, quienes tienen una función pública importante. Con el fin de evaluar la mejora de calificación del perfil independiente de la ESP, Fitch se concentra en una serie de factores de valoración de soporte. La calificación de la ESP se encuentra normalmente topada en la calificación del patrocinador, bajo el supuesto de que un aumento de su calificación independiente no puede aumentar la calidad crediticia de la ESP por encima de la del patrocinador, quien proporcionaría apoyo extraordinario.

### **Sustitución**

La probabilidad de apoyo extraordinario dependerá del número, escala y tipo de los diferentes agentes del sector y lo fácil o difícil que sería el transferir la prestación de servicios a otra entidad. Cuanto mayor sea el número de agentes del sector privado, será más fácil la sustitución y por lo tanto sería menos probable que el patrocinador extendiera la ayuda extraordinaria hacia alguna entidad. Además, la sustitución se podría relacionar con otros agentes del sector público; por ejemplo, un hospital en un lugar lejano, o uno que es muy especializado pero en el cual no hay agentes-privados o del sector público, tiene más probabilidad que reciba apoyo extraordinario, que un hospital donde hay otros proveedores de servicios adecuados en comunidades vecinas cercanas.

### **Opciones de Préstamo**

Algunos servicios son de capital intensivo y por lo tanto dependen de la financiación de terceros. Esta financiación podría ser de bancos comerciales, agencias de financiación especializada y emisión de bonos del gobierno o del sector privado. Cuanto mayor sea la dependencia de la financiación externa, mayor probabilidad de que el gobierno desee mantener la confianza con el fin de conllevar el libre acceso ante estas fuentes de fondos. Por ejemplo, si todos los fondos se proporcionan por una institución patrocinada por el gobierno, el riesgo de consecuencias de un incumplimiento de una ESP puede tener menos repercusiones para futuros préstamos en el sector, a diferencia de que si esto ocurriera como resultado de la falta de pago por obligación de bonos públicos.

### **Relatividad**

Las diferencias entre la calidad crediticia del patrocinador y el perfil autónomo de la entidad también afectan la elevación potencial. Por ejemplo, una entidad independiente cuyo perfil es

de cinco subniveles por debajo del patrocinador, es más probable que reciba una mayor elevación, si los otros factores de valoración de soporte son también fuertes, más que de aquel cuyo perfil independiente está tres niveles por debajo de la del patrocinador con el fin de mantener cierta distinción entre las valoraciones del patrocinador y la ESP. Como la mayoría de las entidades públicas que prestan un servicio público tienden a tener una misión sin fines de lucro, Fitch esperaría que su rentabilidad tendiera a ser más baja que las entidades similares con un rol más orientado al beneficio. El rol sin fines de lucro afectaría adversa e invariablemente a su perfil crediticio individual.

### **Riesgo Moral**

En algunas situaciones, el patrocinador puede haber dejado muy claro en las declaraciones políticas o normas que no rescataría a las entidades públicas en los sectores a fin de no aumentar el riesgo moral. Esta comunicación se entabla con el fin de mantener la disciplina financiera y la responsabilidad en el sector. Fitch reconoce que el apoyo financiero directo sería menos probable si ha habido declaraciones explícitas de no intervención. Sin embargo, podrían existir factores que mitigarían el riesgo de incumplimiento, como un marco regulador sólido o de fácil acceso a la financiación a través de una agencia estatal.

### **Política de Calificación para EPSVC**

Para estas entidades, Fitch utiliza un enfoque de calificación de abajo-hacia-arriba concentrando su análisis en el perfil independiente de la ESP utilizando su metodología de calificación de entidades respaldadas por ingresos no fiscales (ver Metodologías Relacionadas) y los criterios específicos de cada sector. Fitch utilizaría un enfoque multidisciplinario donde sea necesario evaluar el perfil autónomo de la entidad. Si después de examinar una entidad con estos criterios, no hay pruebas suficientes de la probabilidad de apoyo extraordinario, Fitch no aplicaría ninguna mejora en las calificaciones y la entidad sería calificada de manera independiente.

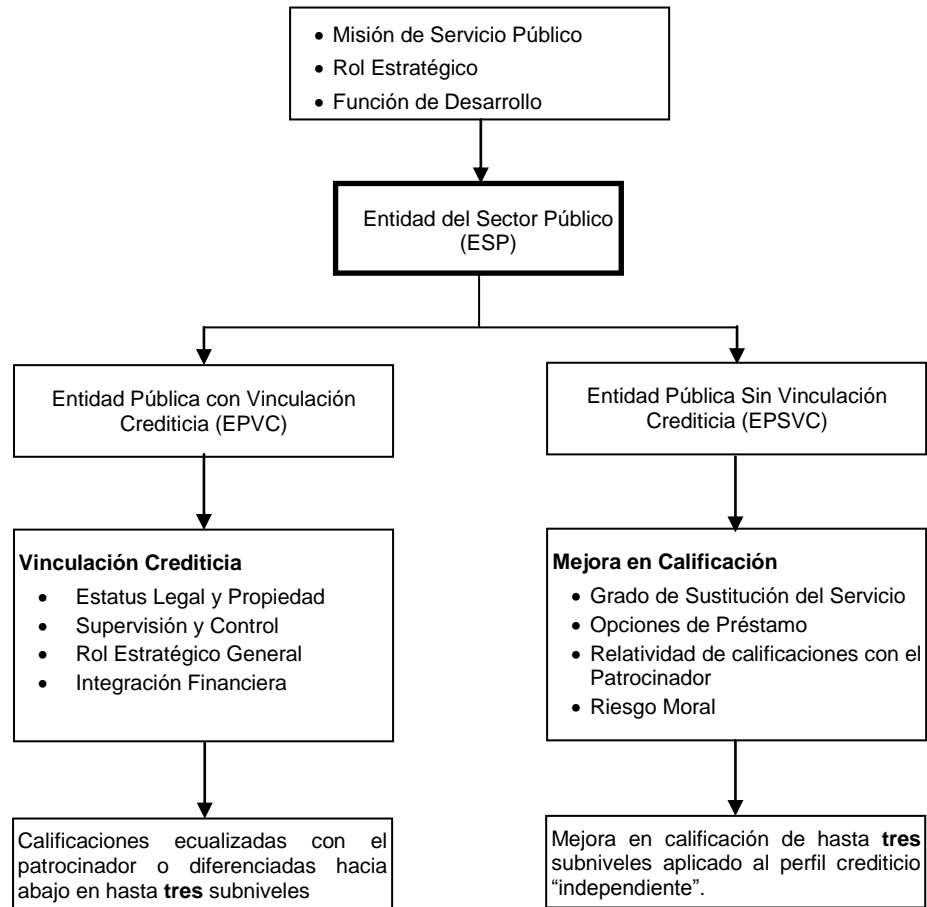
La figura 3 en el Anexo B proporciona indicaciones de calificación basado en factores de calificación abajo-hacia-arriba. Generalmente una ESP que tenga un nexo “débil” con el Patrocinador en los cuatro factores puede recibir una calificación idéntica o un subnivel por encima de su calificación independiente. Una mezcla de “débil”, “medio” y “fuerte” soportaría una calificación de 1-2 subniveles por encima de su calificación independiente. Una predominancia de factores “fuertes” soportaría una calificación 2-3 subniveles por encima de la calificación individual.

La evaluación del perfil autónomo tomaría en cuenta el financiamiento continuo del sector público (por ejemplo, un contrato de servicio). El vínculo a su patrocinador del sector público y la probabilidad de apoyo extraordinario actuarían con un mejoramiento de hasta tres subniveles sobre la calificación independiente de la entidad en la escala internacional. Fitch adopta este enfoque, dado que si considera que la elevación debiera ser más significativa, por definición hay una fuerte probabilidad de que el patrocinador apoye la entidad y considere que un enfoque de arriba-hacia-abajo sería el más apropiado.

Anexo A

Figura 1

Diagrama de Estructura



Fuente: Fitch

Anexo B

Figura 2

**Atributos de ESP Calificadas con Enfoque Arriba-Hacia-Abajo**

Guía de calificación	0-1 Fuerte	1-2 Medio	2-3 Débil
Estatus legal	Departamento gubernamental; entidad legal especial o compañía perteneciente 100% al sector público, excluida de régimen de bancarrota; empleados pueden ser servidores públicos	Empresa mayoritariamente en posesión del sector público (menos del 100% pero más del 50%); posible aplicación de régimen de bancarrota; empleados no son servidores públicos.	Sector público es el accionista mayoritario pero tiene menos del 50% de la compañía. La compañía puede ser liquidada
Integración	Las finanzas de la ESP están consolidadas en el presupuesto gubernamental. La ESP recibe subsidios que representan aproximadamente un 40% de los ingresos y/o inyecciones de capital para cubrir pérdidas. La deuda de la ESP puede ser considerada parte de la deuda del sector público.	Subsidios operativos no representan una porción significativa de los ingresos y/o inyecciones de capital irregulares. ESP toma deuda de mercados de capital o de su patrocinador. Deuda de la ESP no es considerada parte de la deuda del sector público.	Tamaño limitado de transferencias (10% de ingresos o menos), o subsidios de capital no necesariamente incluidos en el presupuesto del patrocinador. Deuda de la ESP es tomada principalmente en mercados de capital; deuda de la ESP no es parte de la deuda gubernamental.
Control	El gobierno controla al consejo directivo de la ESP, aprueba el presupuesto y disposición de deuda, nombra auditores o la ESP se encuentra sujeta a auditorías realizadas al sector público	El gobierno es miembro del consejo directivo y tiene una fuerte influencia en la misión y objetivos. La contabilidad puede ser auditada por una persona nombrada por una corte/un ente legal, eventualmente coexistiendo con un auditor externo.	La ESP reporta, directa o indirectamente, en última instancia al gobierno, quien es miembro del consejo directivo mas no lo controla. La contabilidad es auditada solamente por un grupo externo de auditores.
Importancia estratégica	La ESP realiza tareas bajo responsabilidad gubernamental obligatoria (salud, educación, vivienda social, agua, funciones de desarrollo, almacenamiento de reservas estratégicas). Responsabilidades se cumplen con nula o mínima presencia de operadores privados; interrupción del servicio es políticamente sensible. El patrocinador puede recibir dividendos de la ESP o esta última puede realizar subsidios cruzados.	La ESP realiza tareas bajo responsabilidad gubernamental obligatoria; interrupción del servicio puede no tener consecuencias políticas debido a que entidades del sector privado pueden también encontrarse ofreciendo el servicio proporcionado por la ESP. El gobierno puede estar recibiendo dividendos ocasionales de la ESP.	La ESP realiza una actividad gubernamental no obligatoria, o una en la cual privatización se contempla. Historial establecido de operadores del sector privado otorgando el servicio con una disminución de operadores privados; el gobierno no recibe dividendos de la ESP.

Fuente: Fitch



Figura 3

**Atributos de ESP Calificadas con Enfoque Abajo-Hacia-Arriba**

Guía de calificación	0-1 Débil	1-2 Medio	2-3 Fuerte
Sustitución	Varios operadores privados y públicos, lo cual implicaría un reemplazo sencillo	Operadores mayoritariamente públicos con posibilidades de ingreso de entes privados al sector	La ESP representa un sector para el patrocinador o es uno de los principales jugadores en el sector, haciendo la sustitución poco probable.
Relatividad	La ESP es una entidad con fines de lucro; limitado diferencial (uno o dos subniveles) entre el IDR del patrocinador y la calificación individual de la ESP	El patrocinador tiene calificación de grado de inversión y la calificación individual de la ESP se encuentra debilitada por bajos márgenes de desempeño/deuda elevada	El patrocinador tiene calificación de grado de inversión; misión sin fines de lucro debilita la calificación individual de la ESP (más de 5 subniveles)
Opciones de endeudamiento	La ESP es fondeada principalmente por el patrocinador u otras entidades del sector público. No tiene exposición al mercado de capital.	La ESP tiene una mezcla de fondeo público y del mercado. Tiene cierta exposición a los mercados de capital.	La ESP depende mayoritariamente de préstamos del mercado. Un incumplimiento pudiera debilitar la confianza en el sector o tener repercusiones para el patrocinador
Riesgo Moral	Expectativas de apoyo extraordinario no se encuentran bien articuladas y eventualmente no autorizadas por regulación	Apoyo extraordinario no se encuentra claramente especificado para mantener disciplina en el Mercado. Las expectativas son que existirá apoyo.	Declaración de apoyo del patrocinador, soportado por expectativas de apoyo extraordinario.

Fuente: Fitch

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

Derechos de autor © 2016 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

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