

METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN DE FINANZAS PÚBLICAS

Octubre 2017



ProRatings

**PROFESSIONAL RATING SERVICES AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
(ProRatings)****METODOLOGÍA DE FINANZAS PÚBLICAS**

Octubre 2017

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN A LAS METODOLOGÍAS DE ProRatings
 - CONSIDERACIONES GENERALES
 - LIMITACIONES Y FUENTES DE INFORMACIÓN
 - OBSERVACIONES GENERALES
2. METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN
 - Calificación de Emisor
 - Marco institucional
 - Deuda y otros pasivos de largo plazo
 - Economía
 - Finanzas
 - Gestión y administración
 - Calificación del Instrumento
 - Riesgo de emisor
 - Estructura de financiación
 - Análisis del activo fuente de pago
 - Coberturas y mejoras crediticias
 - Consideraciones legales
3. LISTADO DE INFORMACION INICIAL
4. INFORME MODELO
5. CATEGORIAS DE CALIFICACION DE LARGO PLAZO
6. CATEGORIAS DE CALIFICACION DE CORTO PLAZO
7. GLOSARIO

1. INTRODUCCIÓN A LAS METODOLOGÍAS DE ProRatings

La presente METODOLOGIA describe el procedimiento aplicado por Profesional Rating Services ACR S.A. (en adelante **ProRatings**) para el análisis de la calidad crediticia y/o riesgo emisor para entidades subnacionales (provincias, municipios o entidades del sector público).

CONSIDERACIONES GENERALES

- Las metodologías de calificación de ProRatings explican los procedimientos utilizados para arribar a las opiniones de calidad crediticia y/o riesgo de un emisor o emisión. La presente metodología se enfoca en entidades subnacionales: provincias, municipios o entidades del sector público.
- La evaluación contempla la voluntad y capacidad de pago de una entidad para cumplir en tiempo y forma sus obligaciones financieras, riesgo quirografario de la entidad, sin considerar garantía alguna.
- Para calificar los instrumentos que estas entidades subnacionales emitan, se toma como base la calificación quirografaria antes mencionada para luego evaluar las eventuales garantías o “mejoras” que se quieran incluir al instrumento. Finalmente, ProRatings analizará el “valor agregado” de dichas mejoras el que será ponderado para la calificación final del instrumento.
- La escala de calificaciones, establece un ordenamiento de las entidades públicas examinadas. La capacidad de cumplimiento de sus compromisos financieros, es un aspecto de consideración para la calificación.
- Las calificaciones de ProRatings intentan capturar la volatilidad inherente del entorno económico, institucional y normativo en el que operan las jurisdicciones y considerando además el nivel jurisdiccional de que se trate (provincial, municipal, etc.).
- Una *acción de calificación* de ProRatings comprende la asignación, confirmación, suba, baja o retiro de una calificación. Estas acciones son decididas por el Consejo de Calificación de ProRatings, en base al análisis realizado por sus analistas utilizando información públicamente disponible e información provista por el emisor. Adicionalmente, bajo la forma de *Comunicados de Prensa* o *Informes Especiales*, se podrán publicar comentarios sobre los fondos que no reflejen una acción de calificación.

LIMITACIONES Y FUENTES DE INFORMACIÓN

- La calificación es una opinión que refleja el punto de vista de ProRatings sobre el nivel de riesgo que existe en cada emisor y/o emisiones, sin que esta opinión sea una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento.
- Las calificaciones se desprenden del análisis de la información cualitativa y cuantitativa relevada y de las expectativas de ProRatings en relación al entorno político- económico, así como la comparación de cada jurisdicción con sus pares.
- El análisis de calificación de Pro Ratings se basa en el marco jurídico vigente y relevante, y en general no abarca el impacto de los cambios imprevistos a la ley.
- Las calificaciones asignadas por ProRatings se basan principalmente en información pública, y, en ocasiones, información de gestión de carácter privado otorgada por las entidades subnacionales.
- La escala de calificaciones, establece un ordenamiento de las calidades de las jurisdicciones examinadas.

OBSERVACIONES GENERALES

Las Finanzas Públicas abarcan la evaluación de emisores e instrumentos emitidos por gobiernos provinciales o municipales, además de entidades del sector público (entidades subnacionales).

La “Calificación de Emisor” refleja la capacidad de la entidad subnacional de hacer frente a sus obligaciones teniendo en cuenta sus antecedentes, situación financiera actual y perspectivas futuras. Por otra parte, la “Calificación del Instrumento”, que parte de la “Calificación de Emisor”, contempla un análisis de las características y condiciones de los títulos a ser emitidos, con las eventuales garantías que puedan existir.

El análisis se desarrolla dentro del contexto del marco institucional y requerimientos específicos del país en donde se encuentra la entidad subnacional objeto de calificación.

Una vez que el marco institucional ha sido evaluado, ProRatings se enfoca en el análisis crediticio de la entidad subnacional a través de la evaluación de cuatro principales factores de calificación. Estos son: deuda y otros pasivos a largo plazo, economía, finanzas, y gestión y administración, los cuales se encuentran

interrelacionados entre sí, y para lo cual se hace un análisis conjunto de todos estos factores y su evolución a lo largo del tiempo.

Cuando se esté calificando un instrumento de deuda en específico (“Calificación del Instrumento”), la calificación asignada reflejará la naturaleza del instrumento y su relación con la calidad crediticia general del emisor. Un instrumento de deuda puede ser emitido sin ningún tipo de garantía o estructura financiera, por lo cual la calificación sobre esta clase de obligación refleja la calidad crediticia general del emisor. Por su parte, al calificar un bono respaldado por ingresos específicos, si bien el crédito general del emisor sigue integrándose en el análisis, éste también refleja factores estructurales, como análisis del activo fuente de pago, análisis financiero y legal de la estructura, así como el análisis de la cobertura del servicio de la deuda y mejoras de crédito

2. METODOLOGIA DE CALIFICACION

CALIFICACIÓN DE EMISOR

En la determinación de la calificación, se analizan los siguientes puntos:

- (i) Marco institucional
- (ii) Deuda y otros pasivos de largo plazo
- (iii) Economía
- (iv) Finanzas
- (v) Gestión y administración

El análisis de la calidad crediticia del emisor implica una visión conjunta de todas las variables consideradas. Por ejemplo, un emisor puede tener una economía fuerte y dinámica, pero si presenta una gestión financiera deficiente esto tendría un impacto negativo en su factor crediticio ponderado. Inversamente una economía poco dinámica puede ser compensada por puntos fuertes, como una gestión proactiva, un mayor soporte a través de transferencias de los niveles más altos del gobierno o una carga de deuda muy baja. El proceso de análisis considera la evolución en varios años de estos factores más allá del análisis en un determinado momento.

(i) MARCO INSTITUCIONAL

El análisis del marco institucional en el que se desenvuelve el gobierno subnacional es un elemento necesario en el proceso de calificación. Si el marco institucional resulta ser centralizado o descentralizado, influirá en los ingresos y gastos operacionales de las entidades subnacionales.

En relación a los ingresos, ProRatings analiza la estructura y flexibilidad de éstos en ámbito de la jurisdicción correspondiente; provincia, municipio, entidad del sector público, etc. Así como los compromisos de transferencias que puedan existir desde otras jurisdicciones superiores (por ej.: gobierno central).

Se considera la existencia de mecanismos de compensación que pudieran contrarrestar un perfil socio-económico poco favorable, como así también se pondera en la calificación las responsabilidades asumidas por el gobierno subnacional, ya sean operacionales o en materia de inversión.

Al analizar la fortaleza del marco institucional ProRatings mide, entre otras cosas, el nivel de control que las entidades gubernamentales centrales o de más alto nivel

tienen sobre entidades de inferior rango y valora las regulaciones prudenciales (por ejemplo, límites sobre la deuda o el servicio de la deuda).

(ii) DEUDA Y OTROS PASIVOS DE LARGO PLAZO

Se trata de determinar el grado y la naturaleza de los pasivos actuales del emisor y evaluar las perspectivas a futuro, dando énfasis a la capacidad y flexibilidad. El análisis pone foco en el tamaño del pasivo, las formas de financiamiento y la capacidad de hacer frente a los compromisos.

El análisis de la deuda incluye una revisión de las tendencias en el volumen de deuda emitida y en circulación. ProRatings analiza la tendencia de la deuda en relación a los recursos del emisor. Un incremento sostenido en la deuda por encima del ritmo de crecimiento económico puede derivar en tensiones en las finanzas públicas.

ProRatings analiza el peso de la deuda en relación a la base de tributos y la recaudación, considerando todas las obligaciones fijas a largo plazo del emisor. El nivel de la carga de deuda será ponderado en la calificación.

(ii.a) Necesidades Futuras:

Al evaluar los indicadores de deuda se deben tener en cuenta los planes de inversión que presente el emisor y sus necesidades de infraestructura. Aunque los niveles actuales de endeudamiento fueran bajos, podría suceder que los proyectos futuros de inversión de capital elevaran en forma significativa los indicadores de deuda, debilitando el perfil de deuda del emisor. Por esto se evaluará el impacto de las expectativas de deuda futura en los indicadores de deuda del emisor. También se tiene en cuenta la capacidad del emisor de cubrir sus necesidades de inversión de capital en un entorno restrictivo para la emisión de deuda.

(ii.b) Estructura de la Deuda:

ProRatings analizará las alternativas de financiamiento utilizados por el emisor; obligaciones generales, deuda dependiente de asignaciones presupuestarias o deuda respaldada por impuestos especiales, como así también la proporción que representan en el total y el tipo de acreedor.

También es pertinente analizar el horizonte de la deuda, y el período de tiempo necesario para que se cancelen las obligaciones financieras. Es relevante considerar el uso de los fondos obtenidos según el tipo de financiamiento, lo que dará una idea de la disciplina en el manejo de la deuda. Por ej.: el uso de deuda de mediano y largo plazo para afrontar gastos corrientes constituiría una práctica de ponderación negativa en la calificación.

Otro aspecto importante en la estructura de la deuda del emisor consiste en determinar el tipo de tasa (fija o variable) afectada a la deuda. Para tasa variable,

ProRatings evaluará el potencial impacto sobre el emisor, de movimientos al alza en la tasa de interés relacionándolo con el monto en valor absoluto y relativo de la deuda afectada. ProRatings considera los vencimientos de la deuda a lo largo del tiempo, ponderando negativamente altos niveles de deuda con vencimiento en el corto plazo, dado el riesgo de re-financiamiento implícito que contienen. Se examina la vida media de la deuda hasta su amortización para cada emisor, tomando en consideración el entorno local, la utilización del financiamiento obtenido y la profundidad de los mercados de capitales.

Aspectos a considerar al analizar la estructura de deuda incluyen:

- Pensiones y otras prestaciones a pasivos: como parte del análisis de riesgo ProRatings evaluará el financiamiento de los compromisos por pensiones y otras prestaciones por jubilación a los empleados.
- Riesgos indirectos y pasivos Contingentes: ProRatings considerará los avales y/o garantías que haya otorgado el emisor por los que podría estar obligado a responder en el futuro. Asimismo, se incluirán en el análisis las necesidades de entidades públicas relacionadas que pudieran precisar de los recursos financieros del emisor calificado. Tales obligaciones se incluyen para el cálculo del riesgo total de la deuda respaldada por ingresos tributarios.
- Liquidez: ProRatings hará un análisis de la posición de liquidez del emisor, evaluando los plazos de ingresos de fondos a la jurisdicción, cobro de impuestos, el tiempo en que son recibidas las transferencias, flujos de desembolsos, y calidad de las cuentas a cobrar y a pagar. Este análisis cobra mayor relevancia en situaciones de presión financiera o en casos donde el acceso a los mercados de capitales y deuda se torna restrictivo.

iii. ECONOMÍA

ProRatings evalúa la estructura económica del emisor para ponderar su capacidad de garantizar el desempeño operacional equilibrado y generar flujos positivos para el repago de la deuda, así como sus necesidades de inversión.

La evaluación de la economía comienza con la determinación de los tipos de actividad económica predominantes en la zona considerada. Una economía amplia, diversificada y estable es un aspecto positivo desde el punto de vista del crédito. Por el contrario, una excesiva concentración en una industria o un grupo reducido de sectores o contribuyentes, o bien un alto componente cíclico, pueden acarrear riesgos. Por ello se analizan los principales sectores que aportan al Producto Bruto de la jurisdicción poniendo foco en sectores concentrados; lo mismo se hace con los

principales contribuyentes, para ponderar el impacto de una eventual dependencia de pocos aportantes.

A la luz del análisis anterior, se analiza el potencial de crecimiento que pueda llegar a tener los ingresos según las perspectivas específicas para cada sector. Por otra parte, se debe contemplar también el margen que exista para ampliar la base impositiva (por ej.: revaluaciones de inmuebles para el caso de impuestos sobre los mismos), para incrementar alícuotas, o una combinación de las dos anteriores.

(iii.a) Empleo:

Es importante entender las razones que hacen que un determinado sector se expanda o se contraiga, así como también se analizan las tendencias en el empleo a nivel de las compañías, especialmente de los mayores empleadores de la jurisdicción a ser calificada. También se contempla en el análisis la existencia de ciclos marcados en determinados sectores/actividades. con.

(iii.b) Ingresos:

Los niveles de ingresos se evalúan tanto en términos absolutos como relativos con respecto al promedio regional y nacional. La revisión de las tendencias en la renta y riqueza del emisor y su comparación con las tendencias observadas en el resto de los emisores regionales y nacionales proporciona una indicación del ritmo al que se está creando valor económico, lo que tiene implicaciones para la evolución futura de los ingresos. Se considera la evolución de los salarios en términos reales a lo largo de la serie histórica bajo análisis, conjuntamente con la evolución de la población total, la fuerza laboral y la tasa de desempleo.

(iii.c) Factores Demográficos:

ProRatings analizará los parámetros demográficos clave, en particular las tendencias en la población. Se tiene en cuenta no sólo el crecimiento de la población, sino también su estabilidad a lo largo del tiempo, considerando además el tamaño relativo de los distritos. Por un lado, se evalúa si un agresivo crecimiento poblacional implica una presión desde el lado de la inversión dada una creciente demanda de servicios. Inversamente un descenso poblacional podría tener un impacto negativo sobre la base impositiva y, por lo tanto, en los ingresos del gobierno local o regional.

La estructura y las proyecciones demográficas también son importantes para estimar las presiones de gasto futuras, en especial en materia de salud, educación e infraestructura.

(iii.d) Carga Impositiva:

Se evalúa el grado de presión tributaria relativa de la jurisdicción, su comparación con la nación para tener indicio del nivel de flexibilidad financiera y/o margen para eventuales cambios en alícuotas impositivas. Si ya existe una carga tributaria

relativamente alta, el margen para aumentarla se achica y podría ser perjudicial para la entidad. Se analizan las tasas tributarias comparándolas con las de entidades similares a escala nacional y las de otras entidades dentro de la región.

iv. FINANZAS

El análisis de las finanzas de un emisor se centra en la evaluación de sus recursos financieros y flexibilidad para cumplir de forma puntual con sus obligaciones a medio y largo plazo.

(iv.a) Ingresos:

Se analiza la volatilidad, diversificación y predictibilidad de las fuentes de ingresos. En general, un sistema con una gran diversificación de ingresos y sustentado en una base amplia de impuestos es más estable y está en mejores condiciones de captar la riqueza del emisor, dando como resultado un perfil financiero más sólido. La dependencia de ingresos sensibles a la coyuntura económica puede exponer al emisor a volatilidad financiera y tener implicaciones negativas para la calificación.

La capacidad del emisor para controlar sus propias fuentes de ingresos, incluyendo la facultad de ajustar las tasas tributarias, constituye un significativo factor a favor desde el punto de vista crediticio. En el caso de entidades cuyos fondos dependen sustancialmente de transferencias desde otro nivel de gobierno u organismo público, se tendrá en consideración la continuidad de dicho financiamiento y la forma en que potenciales ajustes podrían afectar al emisor calificado.

(iv.b) Análisis de gastos:

ProRatings evalúa las tendencias en el gasto, la flexibilidad del emisor para introducir ajustes en los mismos (ya sea en el marco del proceso anual de elaboración del presupuesto o en el transcurso de un ejercicio fiscal) y la estabilidad prevista en cada uno de los grandes rubros de gasto.

El análisis incluye el potencial impacto sobre el financiamiento de los litigios pendientes de resolución. También se tiene en cuenta la capacidad centralizada de equilibrar el presupuesto a través de recortes específicos de gastos.

(iv.c) Tendencias en los ingresos y gastos operacionales:

se analizan los ingresos recurrentes comparándolos con los gastos recurrentes. Déficits operacionales continuos a lo largo de los períodos tendrán un impacto negativo en el perfil crediticio de la entidad. También se evalúa el peso relativo de los ingresos no recurrentes y su utilización para compensar los déficits, que pueden generar mayores desequilibrios financieros.

(iv.d) Superávit corriente y niveles de reserva:

ProRatings ponderará positivamente la existencia de superávit corriente y evaluará su nivel absoluto y relativo a la luz de diversos factores como ser: concentración de actividad económica o base tributaria de la jurisdicción, volatilidad de los ingresos y/o gastos, y flexibilidad para ajustar los mismos.

Se considerará importante para la calificación la existencia de fondos reservados con mecanismos automáticos de fondeo y restricciones específicas en su empleo. Asimismo, la existencia de cuentas separadas con fondos de libre disposición a los que se podría recurrir para cubrir gastos generales contribuiría a una mayor flexibilidad financiera.

(v) GESTIÓN Y ADMINISTRACIÓN

Se evalúa la gestión y las prácticas llevadas a cabo por los responsables de la administración. La evaluación que haga ProRatings sobre estos aspectos podrá impactar sobre los demás factores crediticios, pudiendo resultar en calificaciones más o menos sólidas según haya sido el resultado de la evaluación.

(v.a) Políticas institucionales:

ProRatings ponderará positivamente la existencia de procesos para la elaboración de presupuesto, manejo de deuda y otras operaciones financieras; así como el apego a dichos procedimientos, en el marco de adecuados controles. A modo enunciativo podemos indicar como importante la existencia de: reservas para futuras contingencias, fondos reservados para el pago de compromisos financieros al vencimiento, flujos futuros con proyecciones de ingresos y gastos para varios años sustentados adecuadamente, restricciones al uso de ingresos no recurrentes y una buena planificación de la inversión en capital.

(v.b) Políticas presupuestarias:

ProRatings evaluará las estimaciones de ingresos y gastos, comparando las hipótesis utilizadas en el presupuesto de una entidad con los gastos e ingresos efectivamente producidos a lo largo del tiempo. Se ponderará positivamente en la calificación la existencia de un monitoreo regular del avance del presupuesto a lo largo del ejercicio, de modo que la entidad identifique rápidamente un déficit de ingresos o un exceso de gastos y adopte los ajustes necesarios.

(v.c) Entorno político, tributario y laboral:

Se evalúa el grado de estabilidad y confianza en el sistema político imperante a nivel de la entidad subnacional. Es importante analizar la forma en que funcionan las instituciones dentro del sistema y la flexibilidad con la que el gobierno subnacional

pueda tomar decisiones de servicios y gastos, y también su capacidad para adaptarse y reaccionar ante un contexto cambiante.

A modo de ejemplo, el malestar de los contribuyentes, ya sea con el nivel tributario o con los servicios recibidos, tiene implicaciones negativas sobre el crédito, dado que puede reducir la flexibilidad del emisor para corregir un déficit presupuestario. Un entorno tributario desfavorable puede incluir propuestas legislativas dirigidas a restringir la capacidad legal del Gobierno de aumentar la recaudación. Asimismo, un entorno laboral difícil puede limitar las opciones presupuestarias.

(v.d) Limitaciones en los ingresos y gastos:

Si bien es bueno que existan lineamientos y procedimientos específicos, también se evalúa que tan rígidos son dichos lineamientos o procedimientos. Es decir, en un punto podría ser que las limitaciones legales aumenten la percepción de riesgo crediticio, agregando un factor negativo a las ya existentes limitaciones prácticas.

La incapacidad de aumentar los ingresos o financiar programas a niveles adecuados a causa de escollos políticos o prácticos puede tener implicancias a largo plazo para la situación financiera y económica de un emisor.

DETERMINACION DE LA CALIFICACION

Al iniciar el proceso de calificación se le solicita a la entidad un listado de información. En base a esta información se organizan reuniones con la entidad para profundizar en aspectos determinados de la información, además de solicitar información adicional en caso de ser necesaria. El analista elabora un informe de calificación detallando los distintos puntos del análisis realizado. Este informe, junto con su recomendación, es presentado al Consejo de Calificación. El Consejo de Calificación es el órgano responsable de determinar la correspondiente acción de calificación.

CALIFICACIÓN DEL INSTRUMENTO

Un instrumento de deuda puede ser emitido sin ningún tipo de garantía o estructura financiera, por lo cual la calificación sobre esta clase de obligación refleja la calidad crediticia general del emisor.

Por otra parte, cuando el instrumento está respaldado por ingresos específicos, si bien el crédito general del emisor sigue integrándose en el análisis, éste también refleja factores estructurales, como análisis del activo fuente de pago, análisis financiero y legal de la estructura, así como el análisis de la cobertura del servicio de la deuda y mejoras de crédito.

(i) Riesgo Emisor

El análisis de calificación de un financiamiento específico inicia por evaluar si el incremento en el nivel de endeudamiento derivado de dicho financiamiento tendrá un impacto considerable en la flexibilidad financiera del emisor y/o deudor que pudiera implicar un ajuste en su calificación crediticia.

Los principales indicadores que se analizan son los de endeudamiento relativo y sostenibilidad del servicio de la deuda, respecto a los ingresos corrientes y generación de balance operativo; dichos indicadores se analizan tanto en forma histórica como proyectada.

Otro factor de análisis relevante, es la proporción de recursos afectados para el servicio de la deuda respecto a los ingresos corrientes o disponibles de la entidad. Entidades con un relativamente alto porcentaje de sus ingresos afectados al pago de obligaciones financieras, tienden a tener menores calificaciones crediticias debido a que ven afectada su flexibilidad financiera.

(ii) Estructura del financiamiento

Se revisan las características y tipo de deuda a ser calificada (por ejemplo, la prelación con otras obligaciones financieras, subordinación, etc.) así como el perfil de amortización. El análisis del financiamiento en cuestión también incluye la evaluación del uso de los recursos derivados del financiamiento y la transparencia en la aplicación de los mismos.

También se analizarán los términos y condiciones de la deuda en cuestión: plazo, tipo de amortización, moneda, si existe algún tipo de ajuste de la deuda, tipo de tasa de interés fija o variable, y en este último caso si existe una tasa máxima o “cap” lo cual otorgaría protección ante un escenario de volatilidad en las tasas de interés de mercado.

En el caso de que exista alguna estructura financiera o vehículo especial (como podría ser un fideicomiso) a través del cual se respalden los activos cedidos en repago del instrumento objeto de calificación, se procederá a revisar exhaustivamente los

contratos que sustentan dicha estructura. Se analizará la forma en que se van a canalizar los fondos que surjan de los activos cedidos, su forma de distribución, la separación de las cuentas destinatarias de dichos flujos, y el monitoreo de eventuales cláusulas gatillo y constitución de fondos de reserva. Asimismo, se analizará la habilidad y experiencia de las partes intervinientes y su capacidad de cumplir con las obligaciones establecidas en los contratos.

Dentro de la revisión se evaluará fundamentalmente el cumplimiento de los indicadores estipulados en los documentos como ser indicadores de endeudamiento y desempeño presupuestal de la entidad subnacional. También se controlarán los niveles establecidos en dichos indicadores y la coherencia de los mismos en función a un previo análisis histórico de los mismos. Por otra parte, este análisis servirá a ProRatings para ponderar el nivel relativo de la categoría a asignar al instrumento en relación a la categoría de calificación propia del emisor.

(iii) Análisis del activo fuente de pago

En el caso de haber un activo específico identificado como fuente de pago, se estudia la evolución histórica de la recaudación o los ingresos derivados del activo a utilizar como fuente de pago. Se evalúan las tasas de crecimiento en términos nominales y reales para diversos períodos y se realizan proyecciones sobre un escenario base el cual es posteriormente estresado.

Asimismo, ProRatings analizará el sustento normativo /regulatorio que sostiene el activo cedido para el repago, ponderando los riesgos políticos relacionados con posibles cambios en la regulación y/o la base de ingresos.

En caso de que los documentos de la emisión establezcan algunos factores atenuantes, (por ej.: creación de reservas adicionales, reemplazo de activos, cláusulas de amortización anticipada, etc.), los mismos serán considerados para la determinación de final de la calificación crediticia.

Otro aspecto que se analiza es la existencia de afectaciones anteriores de los recursos que se estarían cediendo para garantizar la nueva deuda de la entidad. Se tiene en cuenta la naturaleza del gravamen y la cuantía absoluta y relativa de las afectaciones previas, considerando el plazo de vigencia de las mismas y grados de prelación.

(iv) Coberturas y mejoras crediticias

El análisis de las coberturas se efectúa en el contexto de proyecciones del activo fuente de respaldo bajo escenarios adversos, el servicio de la deuda del financiamiento considerando sus características contractuales, y las principales variables financieras de referencia como lo son las tasas de interés de mercado y las tasas de inflación. Los posibles escenarios se van formulando considerando una visión conservadora dentro del plazo que involucra la operación, y en el marco de la evolución esperada para la economía del país y la situación financiera imperante.

Generalmente se consideran tres escenarios de proyección, base, intermedio y de estrés, calculando en cada caso el Ratio de Cobertura del Servicio de Deuda (RCSD, o sus siglas en inglés, 'DSCR'). Luego se compara el análisis de los distintos escenarios y el cálculo del RCSD con la estructura de pares.

(v) Consideraciones legales

El análisis de los aspectos legales de la operación es un punto relevante dentro del proceso de calificación y para ello ProRatings se apoya en los servicios de estudios legales. Se busca tener una opinión legal sobre la validez jurídica y exigibilidad de las obligaciones pactadas, de acuerdo a la legislación.

A modo enunciativo los documentos que se analizan son: leyes y regulaciones aplicables en materia de endeudamiento, decreto y/o acuerdo de autorización para tomar deuda, afectar recursos para el pago y constituir fideicomisos; contrato de crédito y/o título de emisión; contrato de fideicomiso; instrucciones irrevocables para afectar recursos y direccionar ingresos al fideicomiso; entre otros.

Desde un punto de vista jurídico, la utilización de un vehículo de propósito especial ('SPV') es un instrumento financiero que proporciona seguridad jurídica a los acreedores e inversionistas, separando los ingresos afectados de otros acreedores y estableciendo procedimientos claros y transparentes para recibir, mantener y distribuir los recursos que se utilizarán para priorizar y cubrir el servicio de la deuda.

No obstante lo anterior, una posible contingencia que enfrentan las estructuras de financiamiento es el "riesgo político"; es decir, que ante fuertes presiones derivadas de un deterioro en el desempeño presupuestal de la entidad subnacional, cambios de gobierno y principales funcionarios, complejidad del marco jurídico y falta de oportunidad en la resolución de disputas legales, por mencionar algunos ejemplos, se pudiera buscar por vías legales re direccionar los recursos utilizados con prioridad para el servicio de la deuda hacia otros fines. Este tipo de riesgos se encuentra vinculado con la calidad crediticia y/o riesgo quirografario de la entidad.

3. LISTADO BASICO DE INFORMACIÓN INICIAL:

El siguiente listado constituye una guía para la solicitud de información a la provincia o municipio bajo calificación. En cada caso se determinará la necesidad de solicitar información adicional, o si alguno de los puntos aquí mencionados no es relevante al análisis en cuestión.

1. Breve historia política de la provincia.
2. Organización administrativa de la provincia.
3. Empresas de propiedad provincial: actividad, balances de los últimos tres años. Propiedad accionaria, indicando si existen otros accionistas de carácter privado.
4. Presupuesto anual y ejecución presupuestaria de los últimos tres años.
5. Deuda pública provincial: perfil de vencimientos por crédito o programa. Descripción de las obligaciones, incluyendo: tipo (bono, préstamo, etc.), plazo, tasas de interés pactadas, amortización de intereses, evolución de los últimos tres años (altas, bajas, servicios de intereses).
6. Detalle de la deuda flotante o de corto plazo discriminada por tipo de acreedor.
7. Evolución de la recaudación directa y coparticipada, y de aportes federales, durante los últimos tres años.
8. Saldo de caja y bancos.
9. Indicadores socio-económicos: PBI provincial, datos demográficos, empleo y desempleo, educación y salud y descripción de los principales sectores económicos y áreas de desarrollo.
10. Políticas de inversión pública. Participación de la inversión privada en el desarrollo industrial de la provincia.
11. En caso de existir, prospecto de emisión del instrumento bajo calificación. Detalle sobre la garantía a constituirse, incluyendo documentación legal de la misma en caso de ser pertinente.

Pro Ratings puede solicitar mayor información a medida que se avance con el análisis

4. INFORME MODELO

El informe de calificación modelo de Finanzas Públicas incluirá:

- Un Resumen Ejecutivo con los fundamentos de la calificación; factores que podrían cambiar la calificación; y consideraciones generales.
La primera hoja del informe incluirá también las calificaciones vigentes y el contacto de los analistas de ProRatings.
- El análisis de los aspectos que componen la calificación del emisor:
 - Marco Institucional
 - Deuda y otros pasivos de largo plazo
 - Economía
 - Finanzas
 - Gestión y administración
- En caso de tratarse la calificación de un instrumento, se incluirán los detalles relevantes del análisis en función de la estructura de financiación propuesta.
- Un anexo con el resumen de los principales indicadores y cuentas del presupuesto.
- Anexos aclaratorios, cuando sea relevante.
- Un anexo de Dictamen de Calificación.

ProRatings publicará anualmente un Informe Integral que incluirá todos los puntos arriba detallados, y en cada caso donde se califique un nuevo título a ser emitido por la entidad.

En el caso de las revisiones trimestrales, ProRatings publicará Informes Abreviados que incluirán el Resumen Ejecutivo y anexos, siempre y cuando se evalúe que no ha habido cambios relevantes en los aspectos analizados desde la última publicación de un Informe Integral. El informe Abreviado monitorea las variables principales que pueden afectar las calificaciones, dejando constancia de la fecha del informe integral al que se refiere, el cual estará disponible al público en la página web de Pro Ratings, www.proratings.com.ar. Adicionalmente se detallarán los puntos del informe integral que no se han modificado.

Todo informe será acompañado por un comunicado de prensa en el cual se resumirán los elementos fundamentales en que se basa la calificación asignada, y dejando constancia que el informe correspondiente se encuentra disponible en la página web de ProRatings, www.proratings.com.ar.

5. CATEGORÍAS DE CALIFICACIÓN DE LARGO PLAZO

La escala de calificaciones de ProRatings es de aplicación en el mercado local argentino, y provee una indicación relativa de la calidad crediticia de un emisor o emisión, en comparación al universo de calificaciones asignadas dentro del país. Las calificaciones de ProRatings excluyen el efecto del riesgo soberano y del riesgo de transferencia y excluyen la posibilidad de que los inversores extranjeros puedan repatriar los montos pendientes de intereses y capital y por ellos son identificadas con el identificador (erg), como ser 'AAA(arg)'.

Las categorías de Largo Plazo reflejan la capacidad de repago de compromisos asumidos a más de un año de plazo.

AAA: implica la más alta calidad crediticia dentro del mercado local. La capacidad de cumplir con las obligaciones financieras es excepcionalmente alta en relación a otros emisores o emisiones del mercado local y tiene la menor sensibilidad frente a hechos adversos en el futuro.

AA: implica una calidad crediticia superior. La capacidad de cumplir con las obligaciones financieras es alta en relación a otros emisores o emisiones del mercado local y el riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de la categoría AAA. Tienen una baja sensibilidad frente a hechos adversos futuros.

A: implica una sólida calidad crediticia. La capacidad de pago de las obligaciones financieras es buena, si bien están más expuestos factores adversos en relación a otros emisores o emisiones del mercado local calificados en categorías superiores, aunque tiene la capacidad de enfrentar satisfactoriamente los factores negativos que puedan surgir.

BBB: implica una adecuada calidad crediticia. La capacidad de pago de las obligaciones financieras es aceptable. Presenta mayor vulnerabilidad ante cambios en las circunstancias o condiciones económicas en relación a otros emisores o emisiones del mercado local calificadas con categorías superiores.

BB: implica riesgo crediticio relativamente vulnerable en relación a otros emisores o emisiones del mercado local. La capacidad de pago de las obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y es más vulnerable al desarrollo de cambios económicos adversos.

B: implica un riesgo crediticio significativamente más vulnerable respecto de otros emisores o emisiones del mercado local. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo, pero existe un alto grado de incertidumbre respecto de su capacidad de pago en el futuro.

CCC: implica un riesgo crediticio muy vulnerable en relación a otros emisores o emisiones del mercado local. La capacidad de cumplir con las obligaciones

financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible del entorno económico y de negocios.

CC: implica un riesgo crediticio extremadamente vulnerable respecto de otros emisores o emisiones del mercado local. Es inminente el incumplimiento a menos que el entorno económico y de negocios se desarrolle en forma favorable y sostenida.

C: implica un riesgo crediticio extremadamente vulnerable respecto de otros emisores o emisiones del mercado local. Si bien técnicamente aún no se ha declarado una situación de incumplimiento se estima que la misma es inevitable.

D: se asigna a emisores o emisiones del mercado local que hayan declarado una situación de incumplimiento. En el caso de emisores que hayan incumplido con algunas, pero no todas, de sus obligaciones se podrá utilizar “DS” para significar incumplimiento selectivo.

Signos “+” o “-”: ProRatings podrá añadir “+” o “-” a una calificación para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, lo cual no altera la definición de la categoría a la cual se añade. Los signos se aplican a las categorías AA, A, BBB, BB y B.

Perspectiva: Estable, Positiva, Negativa, En Evolución. Se aplica solo para las calificaciones de largo plazo AA, A, BBB, BB y B y no altera la definición de la categoría a la cual se añade.

La Perspectiva de la calificación indica la tendencia probable que la calificación tome en el mediano plazo, en un término de 18 a 24 meses. Una perspectiva positiva o negativa no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, si existen elementos que lo justifiquen, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada sin haber sido modificada a positiva o negativa con anterioridad la perspectiva. De surgir una circunstancia que no permita identificar la tendencia fundamental de una calificación, excepcionalmente podrá aplicarse una perspectiva en evolución.

ProRatings revisa la Perspectiva de la calificación de un emisor o instrumento cada vez que realice la correspondiente acción de calificación.

Alerta de Revisión: una calificación se coloca en Alerta de Revisión para advertir a los inversores de la ocurrencia de un determinado evento o tendencia que signifique una razonable probabilidad de cambio de la calificación en el corto plazo. La Alerta de Revisión se designa como “Positivo”, indicando una posible suba, “Negativo” en caso de una potencial baja, y “En evolución” cuando no se ha determinado la dirección del posible cambio, y se indica agregando “▲”, “▼” ó “◆” respectivamente a la categoría previamente asignada. Generalmente la Alerta de Revisión se resuelve en un periodo relativamente corto de tiempo. Una calificación en Alerta de Revisión no implica que

necesariamente la calificadora deba subir o bajar la calificación producto de la revisión.

El uso de la Perspectiva y de la Alerta de Revisión es excluyente. Vale decir, al producirse hechos que ameriten la aplicación de una Alerta de Revisión, no se asignará Perspectiva. Una vez resuelta la situación que impulsó la Alerta de Revisión, y asignada la correspondiente categoría de calificación de largo plazo, se volverá a asignar la perspectiva correspondiente.

Eventos que podrían gatillar una Alerta de Revisión, son:

- Eventos inesperados, no incorporados en la calificación asignada
- Cambios de tendencia no previstos
- Cambios en los criterios de calificación que pudieran afectar un emisor o instrumento determinado

Calificación de préstamos bancarios: se agregará a la calificación asignada el sufijo 'pb'. Ejemplo Categoría 'BBB(arg)pb'. El informe correspondiente destacará que se trata de un informe de uso exclusivo para la entidad ante la cual se gestiona el préstamo, y no será distribuida publicada por el ACR.

6. CATEGORÍAS DE CALIFICACION DE CORTO PLAZO

Las categorías de Corto Plazo reflejan la capacidad de repago de compromisos asumidos hasta un año de plazo.

A1: indica la más sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros en relación a de otros emisores o emisiones del mercado local. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega el signo “+” a la categoría.

A2: indica una buena capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros en relación a otros emisores o emisiones del mercado local. Sin embargo, el margen de seguridad no es tan elevado como en la categoría superior.

A3: indica una adecuada capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros en relación a de otros emisores o emisiones del mercado local. Sin embargo, dicha capacidad es más susceptible en el corto plazo a cambios adversos que los compromisos financieros calificados con categorías superiores.

B: indica una capacidad incierta de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros en relación a otros emisores o emisiones del mercado local. Dicha capacidad es altamente susceptible en el corto plazo a cambios adversos de las condiciones económicas y financieras.

C: Indica una alta incertidumbre en cuanto a la capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros en relación a otros emisores o emisiones del mercado local. La capacidad para cumplir con los compromisos financieros depende del desarrollo favorable y sostenido del ambiente económico y operativo

D: se asigna a emisores o emisiones del mercado local que hayan declarado una situación de incumplimiento.

7. GLOSARIO

Cap: límite máximo fijado a la tasa de interés (cap de tasa)

DSCR: siglas en inglés utilizadas para medir el ratio de cobertura de servicio de deuda (*debt service coverage ratio*)

SPV: siglas en inglés utilizadas para identificar un vehículo de propósito especial (*special purpose vehicle*).