

Profr. Alfonso Reyes No. 2612, Edif. Connexity P. 8  
Col. Del Paseo Residencial, Monterrey, N.L., 64920  
México T 81 8399 9100 F 81 8399 9158

Bld. Manuel Avila Camacho No. 88 Piso 3  
México, D.F. 11950  
T 55 5202 6555 F 55 5202 7302

Septiembre 9, 2011

**GOBIERNO DEL ESTADO DE CHIHUAHUA**  
**SECRETARIA DE HACIENDA**  
Edificio Héroes de la Reforma  
Av. Venustiano Carranza No. 601  
Col. Obrera, Chihuahua, Chihuahua

At'n. Lic. Cristián Rodallegas Hinojosa  
Secretario de Hacienda

**REF: Emisiones de Certificados Bursátiles Fiduciarios del Estado de Chihuahua**

Conforme a su solicitud, de acuerdo a nuestros procesos de calificación y acorde a lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores publicada en el Diario Oficial de la Federación, por medio de la presente nos permitimos informarle que Fitch (ver definición al final) asignó una calificación a la emisión de certificados bursátiles fiduciarios del Estado de Chihuahua (CHICB 11) por un monto de hasta \$3,000'000,000.00 (Tres mil millones de pesos 00/100 M.N.). La emisión de los certificados bursátiles fiduciarios la realizará Nacional Financiera, Institución de Banca de Desarrollo, División Fiduciaria, en su carácter de Fiduciario del fideicomiso irrevocable emisor, de administración y de pago No. 80634, a celebrarse con el Estado Libre y Soberano de Chihuahua, por conducto de la Secretaría de Hacienda, en su carácter de fideicomitente. La calificación asignada es la siguiente:

-- La calificación de AAA(mex) de la emisión de certificados bursátiles fiduciarios del Estado de Chihuahua (CHICB 11) por hasta \$3,000'000,000.00 de pesos

**Fundamentos: Ver Anexo I**

La metodología de calificación principal que se aplicó en referencia a la calificación se titula 'Metodología de calificación de entidades respaldadas por ingresos fiscales', publicada en Agosto 15 de 2011. Todas las metodologías y criterios de calificación pueden ser encontrados en las siguientes páginas: [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) y [www.fitchmexico.com](http://www.fitchmexico.com).

Al emitir y dar seguimiento a las calificaciones, Fitch depende de información precisa que recibe de los emisores y/o entidades calificadas, agentes financieros, y otras fuentes que Fitch considera creíbles y confiables. Fitch lleva a cabo una investigación razonable sobre la información utilizada de acuerdo con su metodología de calificación y obtiene una verificación razonable de esa información por fuentes independientes, siempre y cuando dichas fuentes estén disponibles para un determinado instrumento y/o en una determinada jurisdicción.

La forma en la que Fitch realiza la investigación de información precisa y el alcance de la verificación obtenida por un tercero o fuente externa puede variar dependiendo de la naturaleza del instrumento calificado y su emisor, los requerimientos y prácticas en la jurisdicción en la cual el instrumento calificado es ofertado y vendido y/o el emisor está ubicado, la disponibilidad y naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la gerencia del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones de terceras personas preexistentes, tales como auditorías externas, cartas de reconocimiento de procedimientos, valuaciones, reportes

# Fitch Ratings

actuariales, reportes de ingeniería, opiniones legales y otros reportes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación de terceros independientes y competentes con respecto al instrumento en particular o en la jurisdicción particular del emisor, y una variedad de otros factores.

Los usuarios de las calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación exhaustiva ni una verificación por terceros pueden asegurar que toda la información de la que Fitch depende en relación con una calificación va a ser precisa y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables por la precisión de la información que proveen a Fitch y al mercado a través de los documentos de la transacción y otros reportes. Al asignar sus calificaciones, Fitch debe depender del trabajo de expertos, incluyendo auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados, con respecto a cuestiones legales y fiscales. Asimismo, las calificaciones son inherentemente prospectivas y consideran supuestos y predicciones sobre eventos futuros que por su naturaleza no se pueden verificar como hechos. Consecuentemente, a pesar de cualquier verificación de hechos actuales, las calificaciones pueden afectarse por eventos futuros o condiciones que no fueron anticipados en el momento en el que una calificación fue asignada o ratificada.

Fitch busca mejorar continuamente sus criterios y metodologías de calificación y periódicamente actualiza en su página de internet las descripciones de sus criterios y metodologías para instrumentos de determinado tipo. El criterio y metodología utilizados para determinar una acción de calificación son aquellos vigentes al momento en el que se toma la acción de calificación, el cual es la fecha del respectivo comentario que se emite sobre la acción de calificación. Cada uno de estos comentarios provee información sobre el criterio y metodología utilizados para obtener la calificación mencionada, el cual pudiera diferir del criterio y metodología general para el tipo de instrumento aplicable publicado en la página de internet en un momento dado. Por tal motivo, ustedes debieran siempre consultar el comentario de acción de calificación aplicable para una información más precisa sobre los fundamentos de cualquier calificación.

Las calificaciones están basadas en metodologías y criterios establecidos que Fitch continuamente evalúa y actualiza. Por tanto, las calificaciones son el producto del trabajo colectivo por parte de Fitch, y ninguna persona, o grupo de personas, son responsables en lo individual por las calificaciones. Todos los reportes por parte de Fitch tienen autoría compartida. Las personas identificadas en los reportes estuvieron involucradas en las opiniones establecidas en dichos reportes, pero no tienen una responsabilidad individual por dichas opiniones. Las personas son identificadas en los reportes exclusivamente con el carácter de contactos.

Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, hacia la entidad o cualquier otra persona, para comprar, vender, realizar o mantener cualquier tipo de inversión, crédito o instrumento, o para tomar cualquier tipo de estrategia financiera respecto a una inversión, crédito o instrumento de cualquier entidad o emisor calificado. Las calificaciones no comentan sobre lo adecuado de los valores de mercado, ni adaptabilidad de cualquier inversión, crédito o instrumento para cualquier inversionista en particular (incluyendo sin limitar, cualquier tratamiento regulatorio y/o contable), o la naturaleza fiscal y aplicación de impuestos a los pagos realizados en cualquier inversión, crédito o instrumento. Fitch no es un asesor, ni provee a la entidad o a cualquier tercero algún tipo de asesoría financiera o de servicios legales, contables, de estimaciones, o valuaciones actuariales. Una calificación no debe ser vista como una sustitución a dicho tipo de asesoría o servicios.

Esta calificación descrita anteriormente por parte de Fitch no constituye un consentimiento por parte de Fitch para usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de

# Fitch Ratings

registro u otro proceso de colocación bajo las leyes relevantes para instrumentos financieros de Estados Unidos, Reino Unido, o cualquier otro país.

Ninguna parte de esta carta tiene como intención o debe ser interpretada como la creación de una relación fiduciaria entre Fitch y la entidad o cualquier otro usuario de las calificaciones. Nada en esta carta permite limitar el derecho de Fitch a publicar, distribuir, o permitir a un tercero el publicar o en otra forma distribuir las calificaciones y el fundamento de dichas calificaciones.

Es importante que ustedes y/o la entidad nos provean en forma expedita toda aquella información relevante a la calificación, para que ésta continúe siendo apropiada y pueda posteriormente asignarse una calificación definitiva. Las calificaciones pueden ser mejoradas, bajadas, retiradas o puestas en observación, debido a cambios, adiciones, veracidad o falta de consistencia en la información, o por cualquier otra razón que Fitch considere suficiente, de conformidad con las metodologías. La calificación otorgada no constituye una recomendación de inversión y puede estar sujeta a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las Metodologías de Fitch México, S.A. de C.V., en términos del artículo 7, fracción II, inciso b), numeral 5 de las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores.

En esta carta, "Fitch" significa Fitch, Inc. y Fitch Ratings Ltd, así como cualquier subsidiaria de alguna de éstas en conjunción con cualquier sucesor en interés de dichas entidades.

Atentamente,



---

**Gerardo E. Carrillo Aguado**  
Director Finanzas Públicas  
Fitch Ratings



---

**Omar de la Torre Ponce de León**  
Director Finanzas Públicas  
Fitch Ratings

## Anexo I – Fundamentos de la Calificación

---

Fitch Ratings asignó una calificación de 'AAA(mex)' a la emisión de certificados bursátiles fiduciarios (CBFs) que el Estado de Chihuahua pretende colocar bajo el amparo de un programa por hasta \$3,000 mdp (tres mil millones de pesos), a través de un fideicomiso irrevocable emisor, de administración y de pago (fideicomiso).

La emisión de CBFs la realizará el fideicomiso, donde el fiduciario es Nacional Financiera (Nafin). Los CBFs tendrán como fuente de pago primaria el 54.09% de la recaudación del Impuesto Sobre Nóminas (ISN). Adicionalmente, en caso de darse ciertos eventos establecidos en el fideicomiso, el Fiduciario será el responsable de activar la afectación del 7.9327% del fondo general de participaciones (FGP) que le corresponde al Estado, siendo éste un flujo complementario al ISN. Es importante destacar, que de acuerdo a la Ley de Deuda del Estado de Chihuahua, la emisión será considerada como deuda pública de un fideicomiso, y no deuda pública directa del Estado. No obstante lo anterior, ante ciertos eventos señalados en los documentos de la emisión, el Estado estará obligado a realizar aportaciones adicionales al patrimonio del fideicomiso, para que éste cumpla con las obligaciones contraídas en esta transacción.

Entre las principales características de la emisión se encuentran: (a) denominación en pesos; (b) plazo de aproximadamente 15 años; (c) pagos trimestrales de interés y capital; (d) tasa de interés variable de TIIE 91 más un spread que se determinará el día de la emisión; (e) amortización de capital creciente, sin gracia; (f) reserva de intereses y capital equivalente a 6 meses del servicio de la deuda (2 pagos de cupón); (g) cobertura de tasa de interés con renovación obligatoria.

El 29 de diciembre de 2010, se publicó en el Periódico Oficial del Gobierno del Estado de Chihuahua el Decreto número 211/2010, mediante el cual se publicó, entre otras cosas, la Ley de Ingresos del Estado de Chihuahua para el ejercicio fiscal del año 2011. A través de dicha Ley, se autorizó al Poder Ejecutivo del Estado de Chihuahua para que, por conducto de la Secretaría de Hacienda: (i) directamente o a través de un fideicomiso, celebrara la contratación de financiamientos, empréstitos u otras formas de crédito público hasta por \$3,000 mdp; (ii) destinara los recursos que se obtuvieran a inversión pública productiva; (iii) afectara hasta un 75% del ingreso que perciba del ISN, en garantía o como fuente de pago de los mismos; (iv) afectara, un porcentaje o un monto determinado de las participaciones federales que le correspondan en el FGP, en garantía o como fuente de pago de los mismos; (v) constituir un Fideicomiso; y (vi) celebre contratos de cobertura de tasas de interés y/o de garantías.

El ISN se estableció en Chihuahua el 29 de septiembre de 1979 y no ha sufrido cambios significativos desde entonces a la fecha, sin embargo, la tarifa correspondiente se actualiza cada año, esta actualización se realiza con base en el incremento al salario mínimo. La reforma más importante se realizó mediante decreto 1058/2010 publicado en el Periódico Oficial del Estado el 17 de abril de 2010, mediante el cual se reformaron los Artículos 70, 73 y 167 del Código Fiscal del Estado, para eliminar la exención del pago del ISN a las empresas, organismos y secretarías federales, estado y municipios. En el ejercicio 2010, la recaudación del ISN ascendió a \$1,199.9 mdp, registrando una tasa media anual de crecimiento (tmac) real de -1.3% entre 2006 y 2010, esperando que la reciente reforma impulse la recaudación de impuesto. La tasa que se cobra va del 1% al 2.6%; en 2010, de los 31,256 contribuyentes registrados, el 78.7% se ubicó en la tasa del 1%; no obstante, es importante comentar que 1,103 contribuyentes (3.5% del total) que se ubican en la tasa máxima de 2.6%, se catalogan como grandes pagadores y representan más del 80% del ingreso que se genera por ISN. La afectación del ISN al fideicomiso se realizará mediante un mandato irrevocable con la cuenta concentradora del ISN, que recibirá la recaudación de las instituciones bancarias, instituciones autorizadas donde los contribuyentes pueden realizar el pago del impuesto y de las cajas recaudadoras del Estado, a fin de que se transfiera al menos una vez por semana al fideicomiso las cantidades recaudadas por concepto del ISN, proceso que será auditado permanentemente por un despacho de contadores externo de reconocido prestigio. Una vez que el fideicomiso recibe los ingresos en una cuenta de recaudación y cobranza, éste se encarga de segregar el porcentaje asignado para la presente emisión.

Por su parte, el FGP en 2010 ascendió a \$9,619.9 mdp, del cual el 80% le corresponde al Estado y el 20% a los municipios, registrando un crecimiento nominal de 3.04% con respecto a 2009. Para el período 2006 – 2010 la tmac observada fue de 0.8%, evidenciando una tendencia a estabilizarse en términos nominales. Es importante mencionar, que la afectación de participaciones se realizará previo a la primera emisión del programa, sin que necesariamente el flujo del FGP sea transferido por la TESOFE al fideicomiso, esto se dará únicamente si se dan ciertos eventos establecidos en los documentos de la emisión, entre el que se encuentra que la cobertura primaria trimestral sea menor a 1.3x (veces), en ese momento el fiduciario realizaría la activación de la afectación del FGP para que la TESOFE envíe el porcentaje indicado al fideicomiso, complementando el ingreso del ISN y por tanto formando parte del patrimonio del fideicomiso, con la facultad de utilizarlo para los compromisos financieros del fideicomiso. Una vez activada por primera ocasión la afectación de las participaciones, ésta se mantendría por el plazo restante de la emisión. Cabe destacar, que la afectación de las participaciones federales que le corresponden al Estado ante la TESOFE a través de una Notificación Irrevocable de Afectación de Participaciones y la inscripción de las obligaciones y la afectación de participaciones en el Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades y Municipios a cargo de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, se presentarán para su trámite el mismo día de la colocación.

Por otra parte, es importante mencionar que Fitch realizó un análisis jurídico de la estructura y documentación relacionada con la emisión, apoyándose de un despacho legal externo de reconocido prestigio.

Entre los fundamentos de la calificación, destacan los siguientes:

- La fortaleza jurídico-financiera del fideicomiso irrevocable emisor, de administración y de pago.
- En el caso que se dejara de recaudar el ISN o la cobertura primaria trimestral sea menor a 1.3x, se activará la afectación de un porcentaje del fondo general de participaciones del estado.
- Los altos márgenes de seguridad (coberturas) del servicio de los certificados (intereses y capital) ante proyecciones de escenarios adversos.
- El fondo de reserva para las emisiones, equivalente al 100% de los pagos de intereses y principal de los siguientes seis meses, y que se constituirá con los recursos de la emisión.
- Una cobertura sobre la tasa de interés, por un plazo inicial de cuatro años, renovable obligatoriamente; la cual disminuye sustancialmente la exposición a riesgos de mercado.
- Adicionalmente, se contempla el cumplimiento de determinados eventos, que de no darse, activarían diversas acciones que protegen a los inversionistas, como la retención de flujos remanentes al Estado.
- La calidad crediticia del Estado de Chihuahua, la cual se ubica en un nivel de 'A+(mex)' con perspectiva crediticia 'negativa'. A este respecto, de acuerdo a la metodología de Fitch cambios en la calificación del Estado pudieran tener un efecto en la misma dirección en las calificaciones específicas de los financiamientos del Estado.