Ciudad de México

Certificados Bursátiles Fiduciarios

CDMEXCB 25V
HR AAA (E)
Perspectiva Estable

Finanzas Públicas Estructuradas
21 de noviembre de 2025
*A NRSRO Rating***

2025
HR AAA (E)
Perspectiva Estable



Roberto Ballinez
roberto.ballinez@hrratings.com
Director Ejecutivo Senior de Finanzas Públicas Estructuradas e Infraestructura
Analista Responsable



Diego Paz
diego.paz@hrratings.com
Analista Senior



Natalia Sales
natalia.sales@hrratings.com
Subdirectora de Finanzas Públicas Estructuradas

HR Ratings asignó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para los Certificados Bursátiles Fiduciarios que planea colocar la Ciudad de México, identificados bajo la clave de pizarra: CDMEXCB 25V

La asignación de la calificación para los Certificados Bursátiles Fiduciarios (CEBURS Fiduciarios y/o Emisión) que pretende colocar la Ciudad de México (CDMX y/o Entidad) por un monto total de P$3,000.0 millones (m) en diciembre de 2025, se basa en la calificación quirografaria otorgada por HR Ratings a la CDMX, la cual considera el respaldo que otorga el Gobierno Federal a las obligaciones de deuda de la CDMX. Este respaldo se establece en el artículo primero de la Ley Federal de Deuda Pública. La calificación quirografaria vigente de la Entidad corresponde a un nivel de HR AAA con Perspectiva Estable, cuya última acción de calificación se realizó el 6 de diciembre de 2024. De igual manera, se considera el nivel de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) que obtuvo la Emisión CDMEXCB 25V, la cual fue 83.2%.

Principales Elementos Considerados

- **Características de la Emisión.** Los CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra CDMEXCB 25V se colocarían por un monto de hasta P$3,000.0m. El plazo de la Emisión sería de hasta 3,640 días (equivalentes a 10 años), por lo que la fecha de vencimiento prevista sería en noviembre de 2035. En cuanto a los intereses ordinarios, estos se pagarán de manera semestral, en junio y diciembre de cada año, y se calcularán sobre saldos insolutos a una tasa fija[1]. Respecto al pago de capital, éste se realizará al vencimiento, considerando provisiones de capital a partir del duodécimo mes previo al vencimiento y hasta el tercer mes previo a dicha fecha, sumando nueve meses para la provisión (de diciembre de 2034 a agosto de 2035).

[1] La Tasa de Interés utilizada para el presente análisis corresponde a un nivel de 9.11%, misma que fue compartida por el Gobierno de la CDMX (GCDMX) como una estimación. Sin embargo, la tasa definitiva será determinada al momento de la colocación de los CEBURS Fiduciarios.

- **Fuente de Pago de la Emisión.** La fuente de pago de la Emisión provendrá del Fideicomiso Maestro[2], el cual tiene afectado a su favor el 100.0% del Fondo General de Participaciones (FGP) de la CDMX. Dicho porcentaje es distribuido entre los créditos y emisiones inscritas[3] en el Fideicomiso Maestro mediante un mecanismo *pari passu* y prorrata[4], con base en las solicitudes de pago de cada una de las estructuras inscritas, por lo que no existe un porcentaje específico asignado para cada estructura. En ese sentido, cada mes se calcula la proporción del FGP que le corresponde a cada estructura dentro del Fideicomiso Maestro con el fin de cumplir con las obligaciones de pago de cada uno.
- **Fuente de Pago Primaria (FGP de la CDMX).** De acuerdo con el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) para el ejercicio fiscal de 2025 y estimaciones de HR Ratings, se espera que el FGP de la CDMX al cierre de año sea de P$97,156.7m, lo que representaría un crecimiento anual nominal de 6.5%. De igual manera, y considerando la reciente aprobación del PEF de 2026, HR Ratings esperaría que el FGP de la Entidad en 2026 presente un crecimiento nominal de 10.6%, lo que se traduciría en un monto anual de P$107,501.6m. Por otro lado, la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal de 2021 a 2025 del FGP de la CDMX fue de 9.1%, mientras que la $TMAC_{25\text{-}35}$ nominal en un escenario base sería de 6.4% y en un escenario de estrés sería de 3.9%.
- **Respaldo del Gobierno Federal.** Con base en el artículo primero de la Ley Federal de Deuda, las obligaciones de deuda de la CDMX cuentan con el respaldo del Gobierno Federal. Asimismo, el Congreso de la Unión debe autorizar el endeudamiento de la CDMX y, en su caso, el monto deberá estar incluido en la Ley de Ingresos de la Federación.
- **Colocación.** Los CEBURS Fiduciarios se pretenden colocar el 1 de diciembre de 2025 a través del Fideicomiso Emisor[5], el cual tendrá cedidos los derechos de cobro de un contrato de crédito que celebrará el Gobierno Federal con Santander[6], junto con la comparecencia de la CDMX.

Factores Adicionales Considerados

- **Fideicomiso Maestro.** Con motivo de la adquisición del negocio fiduciario de CIBanco[7] llevada a cabo por Banco Multiva, esté ultimo asumió todos los derechos y obligaciones que CIBanco tenía en su carácter de Fiduciario en el Fideicomiso Maestro. Es por ello, que desde el 5 de septiembre de 2025**,** Multiva es reconocido como el nuevo Fiduciario del Fideicomiso Maestro para todos los efectos legales y contractuales que fuesen necesarios. Cabe mencionar que esta transición no afectó la continuidad operativa del Fideicomiso Maestro, manteniéndose inalteradas las obligaciones, derechos y mecanismos de administración y pago previstos.
- **Destino de los Recursos.** Los recursos de la presente Emisión serán destinados por el Gobierno de la CDMX (GCDMX) para proyectos de inversión pública productiva, los cuales tendrán un impacto ecológico positivo. Los recursos se pretenden destinar en lo particular a obras de movilidad pública de la Ciudad.
- **Marco de Referencia de la Emisión.** El Marco de Referencia del Bono Verde de la CDMX estará alineado a la Taxonomía Sostenible de México (SHCP[8]), a los Principios de Bonos Verdes y Sociales, a las Directrices de Bonos Sostenibles

[2] Fideicomiso Maestro Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/838 (el Fideicomiso Maestro), cuyo Fiduciario desde el 5 de septiembre de 2025 es Banco Multiva S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Multiva (Multiva y/o el Fiduciario Maestro).
[3] De acuerdo con información compartida por la CDMX hasta octubre de 2025, la deuda vigente total contratada e inscrita en el Fideicomiso Maestro de la Entidad asciende a P$133,294.5m, de los cuales se ha dispuesto el 95.2%. Esta deuda se distribuye entre 54 estructuras, de las cuales 5 son CEBURS Fiduciarios y 49 son Créditos Bancarios Estructurados (CBEs). El saldo insoluto en octubre de 2025 de estas 54 estructuras fue P$98,793.2m.
[4] Los recursos dentro del Fideicomiso Maestro se distribuyen mediante prorrateo y con la misma prelación entre los financiamientos inscritos en dicho Fideicomiso.
[5] Fideicomiso Irrevocable de Administración y Emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios (el Fideicomiso Emisor), cuyo Fiduciario será Banco Nacional de México, S.A., Integrante de Grupo Financiero Banamex, División Fiduciaria (Banamex).
[6] Banco Santander México, S.A., Institución De Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander México (Santander).
[7] Antes CI Banco, S.A., Institución de Banca Múltiple (CI Banco).
[8] Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

(ICMA[9]) y a los Principios de Préstamos Verdes y Sociales (LMA[10], y LSTA[11]). El financiamiento se alinea a seis categorías verdes que buscan apoyar la mitigación del cambio climático y el desarrollo sostenible de la Ciudad. Asimismo, se alinea a una categoría social que busca aumentar la oferta de servicios públicos de transporte, beneficiando a la población.

- **Fondo de Reserva (FR).** La estructura no considerará la existencia de un FR, por lo que en el análisis financiero de los flujos futuros de la Emisión se consideró una condición de estrés sobre la fuente de pago, con el objetivo de que la DSCR[12] primaria mínima semestral fuera al menos 1.0 veces (x) sobre el SD. La TOE considera este supuesto.
- **Análisis Legal.** Como parte del proceso de calificación de HR Ratings, se solicitó un análisis legal a un despacho jurídico para evaluar la fortaleza legal de los Fideicomisos, de los CEBURS Fiduciarios y de su fuente de pago. El resultado de este análisis determinó que los documentos de la estructura cuentan con condiciones válidas, exigibles, oponibles ante terceros y que su instrumentación fue adecuada.

Factores que Podrían Bajar la Calificación de las Emisión

- **Calificación Quirografaria y Fuente de Pago.** En caso de que la calificación quirografaria de la Entidad disminuyera, lo cual pudiera ocurrir solo si se modificara el esquema de respaldo que actualmente tiene el Gobierno Federal con respecto a las obligaciones de deuda de la CDMX, y paralelamente, la fuente de pago de la Emisión (FGP de la CDMX) fuera 33.0% inferior las estimaciones actuales de HR Ratings, la calificación de los CEBURS Fiduciarios se podría revisar a la baja.

[9] International Capital Market Association.
[10] Loan Market Association.
[11] Loan Syndications and Trading Association.
[12] Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (*Debt Service Coverage Ratio*, DSCR, por sus siglas en inglés).

Análisis de Escenarios

Figura 1. Características de la Emisión de la Ciudad de México

Emisión	Fideicomiso	Fuente de Pago (FGP CDMX)[1]	Plazo (Cupones)	Vencimiento	Perfil de Amortización	Pago de Intereses Ordinarios[2]	Tasa de interés[3]
CDMEXCB 25V	F/838	*Pari Passu* y Prorrata	20	nov.-35	Al vencimiento	Pagos semestrales (junio y diciembre de cada año)	9.11%

Fuente: HR Ratings con base en la información compartida por la Ciudad de México.

Notas: 1) El Fideicomiso Maestro tiene afectado el 100.0% del FGP que recibe la Ciudad de México de la Tesorería de la Federación. Dicho porcentaje es distribuido entre los financiamientos y emisiones inscritas en el mismo mediante un mecanismo *pari passu* y prorrata, por lo que no existe un porcentaje específico asignado para el pago de cada estructura, 2) Los intereses ordinarios se calcularán sobre saldos insolutos a una tasa fija, y se pagarán semestralmente, y 3) La Tasa de Interés corresponde a una estimación compartida por el GCDMX, sin embargo, la tasa definitiva será determinada al momento de la emisión de los CEBURS Fiduciarios.

El análisis cuantitativo de los CEBURS Fiduciarios se realizó en un escenario base y dos escenarios con condiciones macroeconómicas estresadas. El escenario de estrés que se consideró para el análisis de la estructura fue el que reflejó la menor cobertura del SD mensual a lo largo de su vigencia, en este caso fue el escenario de Estanflación (bajo crecimiento económico y elevados niveles de inflación); además, bajo este escenario, se calculó la TOE. La Figura 2 muestra los supuestos sobre las variables más relevantes que HR Ratings utilizó en el escenario de estrés.

Figura 2. Escenarios

	Observado	Esc. Base	Esc. Estanflación
	$TMAC_{21-25}$	$TMAC_{25-35}$	
FGP Nominal Nacional	10.4%	6.2%	4.6%
FGP Real Nacional	5.0%	2.4%	0.3%
FGP Nominal CDMX	9.1%	6.4%	3.9%
INPC	5.2%	3.7%	4.3%

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

Como resultado del análisis de la estructura, así como de los flujos proyectados, HR Ratings determinó las siguientes métricas, mismas que sirvieron como fundamento para la asignación de la calificación.

Figura 3. Métricas para la determinación de la calificación crediticia

Emisión	TOE	DSCR mínima	Periodo	Calificación	Perspectiva	Escenario de estrés
CDMEXCB 25V	83.2%	5.9x	dic.-27	HR AAA (E)	Estable	Estanflación

Fuente: HR Ratings con base en estimaciones propias.

La TOE de la Emisión refleja la máxima reducción que los flujos asignados como fuente de pago podrían soportar, durante un periodo de dos cupones[13] (Periodo de Estrés Crítico y/o PEC), y aún seguir cumpliendo con sus obligaciones crediticias. El PEC se construye alrededor de la DSCR primaria mínima semestral esperada durante la vigencia de la estructura. Dado que

[13] Cada cupón tiene una vigencia de seis meses.

estos CEBURS Fiduciarios no cuentan con un FR, el estrés aplicado sobre la fuente de pago busca que la DSCR primaria mínima semestral represente al menos 1.0x el SD.

Análisis de la Fuente de Pago

En esta sección se analiza el comportamiento observado y proyectado de la fuente de pago en un escenario base y uno de estrés. El porcentaje afectado a favor del Fideicomiso Maestro es el 100.0% del FGP correspondiente a la CDMX, con un mecanismo *pari passu* y prorrata para cada uno de los financiamientos inscritos en el mismo, por lo que no existe un porcentaje específico asignado para el pago del SD de cada una de las operaciones.

El Fondo General de Participaciones (FGP) es el rubro más importante del Ramo 28 debido a la proporción que representa con relación a dicho ramo. La $TMAC_{21\text{-}25}$ nominal del FGP de la CDMX fue de 9.1%, cifra inferior al comportamiento observado a nivel nacional de 10.4%. El crecimiento de la Entidad se ubicó por debajo del fondo nacional debido a la reducción en la proporción del FGP de la CDMX con respecto al total nacional. En específico, en 2021, la CDMX recibía del fondo nacional el 10.35%, mientras que para 2025 esta proporción se redujo a 9.86%.

La tendencia decreciente en la proporción de la CDMX con respecto al FGP nacional se explica por el método de distribución vigente del FGP a las entidades federativas[14]. En ese sentido, el componente fijo dentro del método de distribución del FGP de la CDMX ha perdido protagonismo dentro de la fórmula de distribución. En específico, la caída más importante en la proporción del FGP de la CDMX se dio en 2022 con una reducción de 29 puntos base (pb). La razón de esta baja se debió a que el componente fijo de la Entidad representó en promedio 42.2% en 2022 (vs. 48.0% en 2021). Por otro lado, el componente variable de la fórmula de distribución aumentó de 2021 y hasta 2023, el cual pasó de representar 52.0% en 2021 a 60.4% en 2023. La conjugación de ambos efectos ha resultado en la disminución de la proporción del FGP de la CDMX con respecto al nacional en los últimos cinco años.

En cuanto a la reducción en la proporción de 2023 también se debió a la recomposición que han tenido los coeficientes[15] de distribución del FGP. En específico, la proporción tuvo una caída de 14pb (9.92% en 2023 vs. 10.06% en 2022). La razón de este decremento se debió a que los tres coeficientes (C_1, C_2, y C_3) mostraron una disminución frente al año previo (2pb, 1pb y 87pb respectivamente).

En 2024 y 2025 se puede observar que la proporción del FGP de la CDMX continua con su tendencia decreciente, esto a pesar de que el C_1 y C_2 crecieron en ambos años. La razón de esta caída en la proporción se debió a que el componente variable dentro de la fórmula de distribución del FGP perdió terreno frente al componente fijo. En específico, para 2024 el componente variable representó 57.8% del total de los recursos distribuidos a la CDMX.

[14] La distribución del FGP se hace mediante un componente fijo y uno variable. El fijo es determinado por los recursos distribuidos del FGP en 2007 a cada una de las entidades federativas y el variable se determina mediante el cálculo de tres coeficientes.
[15] Los tres coeficientes consideran la población de la entidad; sin embargo, cada coeficiente toma en cuenta otras variables. El coeficiente C_1 (60.0%) considera los datos del Producto Interno Bruto Estatal nominal de los últimos dos años reportados por el INEGI; mientras que el coeficiente C_2 (30.0%) considera el promedio móvil de los crecimientos anuales de la recaudación local de impuestos y derechos de los últimos tres años. Por último, el coeficiente C_3 (10.0%) considera los datos nominales de la recaudación de impuestos y derechos locales reportada en la última cuenta pública oficial.

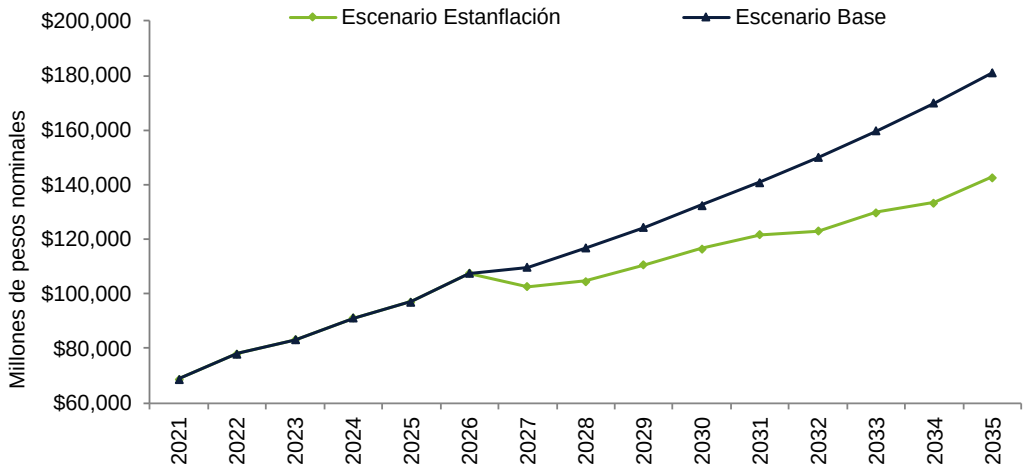
Figura 4. Proporción histórica y coeficientes del FGP de la Ciudad de México

Año	Proporción (CDMX vs Nac.)	C_1: Crec. PIB estatal 2 años	C_2: Recaudación local 3 años	C_3: Recaudación local 1 año
2021	10.35%	7.03%	6.89%	26.61%
2022	10.06%	7.05%	6.90%	26.30%
2023	9.92%	7.03%	6.89%	25.43%
2024	9.88%	7.18%	6.91%	24.80%
2025	9.86%	7.32%	6.96%	24.44%

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

En la Figura 5 se muestran los flujos de FGP que la CDMX recibió de 2021 a 2025, considerando cifras observadas hasta septiembre de 2025. De igual manera, se muestran las proyecciones de HR Ratings para el cierre de 2025 y hasta 2035. De acuerdo con el PEF de 2025 y estimaciones de esta agencia calificadora, se espera que el FGP de la CDMX de 2025 sea de P$97,156.7m, lo que representaría un crecimiento anual nominal de 6.5%. De igual manera, y considerando el PEF de 2026, HR Ratings esperaría que el FGP de la Entidad sea por un monto anual de P$107,501.6m, lo que se traduciría en un crecimiento nominal de 10.6%. La TMAC del FGP estatal para el periodo de 2025 a 2035 sería de 6.4% en el escenario base y de 3.9% en el escenario de estrés.

Figura 5. FGP de la Ciudad de México



Fuente: HR Ratings con base en información de la SHCP y estimaciones propias.
Nota: 1) Se considera el FGP que se distribuye entre los municipios del Estado.

CDMEXCB 25V (2025), HR AAA (E) con Perspectiva Estable

El Gobierno Federal planea celebrar un contrato de crédito con Santander por un monto de hasta P$3,000.0m. Posteriormente, el Gobierno Federal cederá a la CDMX los recursos provenientes del monto dispuesto, mismo que el GCDMX destinará exclusivamente a proyectos de inversión pública productiva, los cuales tendrán un impacto ecológico positivo.

Derivado de lo anterior, la CDMX, en su carácter de destinatario final y único beneficiario de los recursos del crédito, estará obligada a realizar todos los pagos de principal, intereses ordinarios y cualquier otro concepto convenido en el contrato. Lo anterior, a través del mecanismo establecido en el Fideicomiso Maestro o, en su defecto, directamente con cargo al presupuesto de la CDMX. En ese sentido, el crédito será inscrito en el Fideicomiso Maestro, el cual tiene afectado el 100.0% del FGP correspondiente a la Entidad. Dicho porcentaje se distribuye entre los créditos y emisiones inscritas mediante un mecanismo *pari passu* y prorrata, por lo que no existe un porcentaje específico asignado para cada estructura. En ese sentido, cada mes se calcula la proporción del FGP que le corresponde a cada estructura dentro del Fideicomiso Maestro con el fin de cumplir con las obligaciones de pago de cada uno.

Posteriormente, a finales de noviembre de 2025, Santander celebrará un contrato de cesión con Banamex, para que éste último adquiera los derechos del crédito y realice la emisión de los CEBURS Fiduciarios, la cobranza del contrato de crédito y el pago de los certificados. En cuanto al mecanismo de operación del Fideicomiso Emisor y Maestro, el Fideicomiso Emisor recibe los pagos del Fideicomiso Maestro, los intereses ordinarios de la Emisión, y éste utiliza las cantidades recibidas para realizar los pagos relacionados con los CEBURS Fiduciarios. Las cantidades remanentes que se encuentren en el patrimonio del Fideicomiso Maestro se entregarán periódicamente a la CDMX o a los Cesionarios[16].

En cuanto a la Emisión, esta tendrá un plazo de 10 años con un vencimiento esperado en noviembre de 2035. Los intereses ordinarios se pagarán semestralmente, en junio y diciembre de cada año, salvo el último cupón, el cual se pagaría en noviembre de 2035. Los intereses ordinarios se calcularán sobre saldos insolutos a una tasa fija estimada de 9.11%. Cabe mencionar que, la tasa de interés utilizada para el presente análisis corresponde a este nivel, sin embargo, la tasa definitiva será determinada al momento de la colocación de la Emisión. Respecto al pago de capital, este se realizará al vencimiento, considerando provisiones de capital a partir del duodécimo mes previo al vencimiento y hasta el tercer mes previo a dicha fecha, sumando nueve meses para la provisión (de diciembre de 2034 a agosto de 2035). Lo anterior, en el entendido de que los términos y condiciones de los CEBURS Fiduciarios (monto colocado, cálculo de intereses y amortización) son similares a los establecidos en el contrato de crédito. Es importante mencionar que la CDMX no tendrá derecho a prepagar, total o parcialmente la Emisión; asimismo, no existen cláusulas de vencimiento anticipado, por lo que las obligaciones del contrato serán exigibles en los términos, condiciones y plazos originalmente pactados.

[16] Los Cesionarios serán cualquier persona, incluyendo sin limitar instituciones fiduciarias de fideicomisos, en favor de la cual el GCDMX ceda, enajene, transfiera o haya cedido, enajenado o transferido bajo cualquier título y circunstancia el derecho a recibir algún porcentaje o la totalidad de las cantidades remanentes, y que el Gobierno de la CDMX le haya notificado al Fiduciario.

Figura 6. Desempeño financiero de la Emisión CDMEXCB 25V en un escenario de Estanflación

(Cifras en millones de pesos nominales, veces y porcentajes)

Año	FGP de la CDMX	Fuente de Pago (FGP correspondiente a la estructura por prorrateo)[1]	Promedio anual del porcentaje de FGP que le corresponde a la estructura por prorrateo	Capital[2]	Intereses	SD	DSCR Primaria	Remanentes[3]	Saldo Insoluto
2026	$107,501.6	$1,910.7	1.80%	$0.0	$276.3	$276.3	6.9x	$1,634.4	$3,000.0
2027	$102,588.0	$1,736.8	1.59%	$0.0	$276.3	$276.3	6.3x	$1,460.5	$3,000.0
2028	$104,669.8	$2,344.1	2.02%	$0.0	$276.3	$276.3	8.5x	$2,067.7	$3,000.0
2029	$110,516.7	$2,656.7	2.16%	$0.0	$276.3	$276.3	9.6x	$2,380.3	$3,000.0
2030	$116,660.0	$3,521.5	2.67%	$0.0	$276.3	$276.3	12.8x	$3,245.2	$3,000.0
2031	$121,574.9	$4,099.4	2.92%	$0.0	$276.3	$276.3	14.8x	$3,823.0	$3,000.0
2032	$122,983.5	$4,276.1	2.80%	$0.0	$276.3	$276.3	15.4x	$3,999.8	$3,000.0
2033	$129,783.2	$4,609.6	2.89%	$0.0	$276.3	$276.3	16.7x	$4,333.2	$3,000.0
2034	$133,501.4	$9,107.2	5.49%	$333.3	$276.3	$609.7	17.8x	$8,497.5	$2,666.7
2035	$165,796.3	$44,020.8	24.48%	$2,666.7	$153.5	$2,820.2	16.0x	$41,200.6	$333.3

Fuente: HR Ratings con base en información de la Entidad y estimaciones propias.

Notas: 1) El Fideicomiso Maestro tiene afectado el 100.0% del FGP que recibe la Ciudad de México de la Tesorería de la Federación. Dicho porcentaje es distribuido entre los financiamientos inscritos en el mismo mediante un mecanismo *pari passu* y prorrata, por lo que no existe un porcentaje específico asignado para el pago de los financiamientos, 2) En diciembre de 2034 comienza la provisión de recursos para ser transferido al Fideicomiso Emisor como parte de la liquidación del saldo insoluto de la emisión, dicho provisionamiento tiene una duración de nueve meses, siendo el último mes, agosto de 2035, 3) La liberación de recursos en 2035 se debe al monto acumulado del provisionamiento y, 4) En 2035 se consideran once meses.

De acuerdo con el análisis cuantitativo realizado por HR Ratings en el escenario de estrés, el semestre de mayor debilidad de la estructura sería de julio a diciembre de 2027, donde se presentaría una DSCR primaria mínima semestral de 5.9x. El escenario de estrés crítico incorpora reducciones adicionales a la fuente de pago por un periodo de dos cupones (PEC). Alrededor de este semestre se construyó el PEC donde se determinó una TOE de 83.2%

La siguiente figura muestra el PEC de la estructura. El efecto de la TOE se observa sobre la fuente de pago en los dos cupones donde se ubicó la cobertura primaria semestral mínima proyectada, esto durante la vigencia de la Emisión en el escenario de estrés. De acuerdo con la metodología de HR Ratings, la DSCR primaria mínima se busca a partir del primer año de estrés, es decir, 2027 para esta revisión. La estructura no cuenta con un FR, por lo que el estrés que se aplicó en la fuente de pago fue para que la cobertura mínima semestral representará al menos 1.0x el SD.

Figura 7. Periodo de Estrés Crítico de la Emisión CDMEXCB 25V

(cifras en millones de pesos nominales, veces y porcentajes)

Mes	Servicio de la Deuda	Fuente de Pago Estrés Cíclico[1]	DSCR Primaria Estrés Cíclico	Fuente de Pago Estrés Crítico[2]	DSCR Primaria Estrés Crítico	Reducción de la Fuente de Pago
jun.-27	$138.2	$914.7	6.6x	$914.7	6.6x	
dic.-27	***$138.2***	***$822.1***	***5.9x***	***$138.2***	***1.0x***	***83.2%***
jun.-28	$138.2	$1,223.6	8.9x	$205.7	1.5x	83.2%
dic.-28	$138.2	$1,120.4	8.1x	$1,120.4	8.1x	
Total/TOE*	n.a.	$2,045.7	n.a.	$343.8	n.a.	83.2%

Fuente: HR Ratings con base en estimaciones propias.

Notas: 1) El estrés cíclico se refiere a la simulación periódica de una crisis económica nacional, la cual se incorpora en los escenarios de estrés macroeconómicos, y 2) El estrés crítico se refiere al periodo de dos cupones en donde se aplica un estrés sobre la fuente de pago pronosticada en el escenario de estrés cíclico. Este periodo se establece alrededor de la DSCR primaria esperada mínima.
*Los totales se calculan considerando el periodo de estrés crítico de dos cupones. La TOE es la reducción porcentual de la fuente de pago de las Emisiones.

Dictamen Legal

HR Ratings solicitó a un despacho de abogados independiente, la revisión y el análisis de la documentación legal que respalda la emisión CDMEXCB 25V. Para la elaboración de su análisis, el despacho legal nos indicó que revisó los documentos relacionados con la Emisión y se expresaron las siguientes consideraciones, entre otras:

- **Legalidad.** Los documentos de la operación (salvo por el Fideicomiso Maestro que ya ha sido celebrado) han sido y serán, según corresponda, debidamente autorizados conforme a la legislación aplicable y firmados por las partes que los suscriben y que las personas que los suscriban tendrán facultades suficientes para celebrarlos en representación de las partes, y que dichas facultades no han sido revocadas, modificadas o limitadas en forma alguna a la fecha de celebración.
- **Cesión de Derechos al Fideicomiso Emisor.** La cesión al Fideicomiso Emisor de los Derechos de Cobro (según dicho término se define en el borrador del Contrato de Crédito) y de los derechos que le correspondan a Santander como beneficiario del Fideicomiso Maestro respecto de la disposición (según dicho término se define en el Contrato de Crédito) de que se trate (los “Derechos Cedidos”) una vez celebrado el Contrato de Cesión, será efectiva cuando se pague el precio de la cesión de dichos derechos en términos del Contrato de Cesión y surtirá efectos frente a terceros cuando el Contrato de Cesión sea inscrita en el Registro Único de Garantías Mobiliarias del Registro Público de Comercio.

Finalmente, en cumplimiento con la obligación contenida en el tercer párrafo de la Quinta de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores, la Entidad ha informado a HR Ratings que al momento de la publicación del presente reporte no ha obtenido ninguna calificación crediticia de otra agencia calificadora para la Emisión CDMEXCB 25V.

Fideicomiso Maestro No. F/838

El 23 de agosto de 2007 se celebró el contrato de Fideicomiso Maestro, Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/838 entre el Gobierno de la Ciudad de México (GCDMX) y Deutsche Bank[17], el cual fue modificado y reexpresado íntegramente en todos sus términos mediante un Primer y único Convenio Modificatorio el 21 de julio de 2011. Es importante mencionar que desde el 5 de septiembre de 2025 el Fiduciario del Fideicomiso Maestro es Banco Multiva, esto como resultado de la adquisición del negocio fiduciario de CIBanco[18] llevada a cabo por Multiva.

Dentro del Fideicomiso Maestro, el GCDMX cuenta con la obligación de registrar todos y cada uno de los financiamientos (créditos y CEBURS Fiduciarios) que se celebre, esto a partir del inicio de su vigencia. Lo anterior, se debe a que el Fideicomiso Maestro tiene afectado el 100.0% del FGP correspondiente a la CDMX. Dicho porcentaje se distribuye entre los financiamientos inscritos mediante el mecanismo *pari passu* y prorrata que se ha descrito en secciones anteriores.

El patrimonio del Fideicomiso Maestro está compuesto por los siguientes recursos:

- La aportación inicial.
- La transmisión y afectación irrevocable de las participaciones fideicomitidas.
- Las cantidades derivadas del ejercicio de las participaciones fideicomitidas, incluyendo sus rendimientos y sus productos financieros.
- Las cantidades y/o derechos adicionales que, en su caso, aporte el Fideicomitente.
- Las cantidades y/o derechos adicionales que, en su caso, aporte cualquier tercero.
- Las cantidades y/o derechos adicionales que por cualquier causa válida correspondan al Fideicomiso.
- Las demás cantidades, derechos, ingresos o recursos que se obtengan o deriven de cualquiera de los conceptos mencionados anteriormente o que reciba el Fiduciario para el cumplimiento de los fines del Fideicomiso.

En el contrato del Fideicomiso Maestro se establecen como principales fines que el Fiduciario reciba los bienes y derechos del Fideicomiso, realice la apertura de cuentas de pago independientes para cada uno de los financiamientos respectivos y destine las cantidades correspondientes a cada una de ellas.

De acuerdo con el contrato de Fideicomiso Maestro, el pago se realizará en el siguiente orden:

1. A más tardar el último día hábil de cada mes, cada beneficiario deberá presentar al Fiduciario la solicitud de pago correspondiente.
2. El día hábil siguiente a que se reciba en la Cuenta Concentradora la transferencia de las participaciones fideicomitidas el Fiduciario abonará en los fondos de pago de los financiamientos, conforme a las instrucciones de los beneficiarios respectivos las cantidades que correspondan a los fondos de pago.

[17] Deutsche Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria (Deutsche Bank).
[18] Antes CI Banco, S.A., Institución de Banca Múltiple (CI Banco).

3. En caso de que las cantidades que se encuentren en la Cuenta Concentradora no alcancen a cubrir la totalidad de las transferencias que se deban hacer a los fondos de pago conforme a las solicitudes de pago correspondientes, las cantidades disponibles en la Cuenta Concentradora se repartirán a prorrata entre los beneficiarios.
4. Asimismo, cuando las cantidades que se encuentren en la Cuenta Concentradora no sean suficientes para cubrir la cantidad requerida de los financiamientos, el Fiduciario notificará al beneficiario respectivo y a la CDMX para que esta provea los fondos suficientes dentro de los 2 días hábiles siguientes, para que el Fiduciario pueda pagar la cantidad requerida de cada financiamiento.
5. El Fiduciario entregará a la CDMX y, en su caso, a los Cesionarios las cantidades remanentes que les correspondan conforme al porcentaje que les haya cedido la Entidad.

Es importante mencionar que el GCDMX, además del resto de las obligaciones establecidas en el contrato de Fideicomiso Maestro, deberá realizar todos los actos necesarios para mantener el derecho a recibir las participaciones fideicomitidas, así como a mantener la exigibilidad de la transmisión de dichos recursos.

Estructura Operativa de la Emisión y Fideicomiso Emisor

Como parte de la estructura de la operación, los derechos de cobro del crédito y las obligaciones correspondientes serán cedidas por Santander a favor del Fideicomiso Emisor, el cual estará constituido por Banamex como Fiduciario Emisor y se celebrará con la comparecencia de la CDMX y Monex[19] como Representante Común de los Tenedores. En el Fideicomiso Emisor se establece como fin que el Fiduciario Emisor adquiera los derechos del crédito, realice la colocación de los certificados bursátiles fiduciarios, realice la cobranza del contrato de crédito y el pago de los CEBURS Fiduciarios. Los derechos de cobro del crédito de Banamex serán utilizados como fuente de pago de la Emisión CDMEXCB 25V.

Para poder adquirir los derechos y obligaciones derivadas del contrato de crédito, Banamex, como Fiduciario del Fideicomiso Emisor, celebrará un Contrato de Cesión con Santander, en el cual este último le cederá al Fideicomiso Emisor los derechos y obligaciones que le corresponden bajo el contrato de crédito y los derechos que le corresponden como beneficiario del Fideicomiso Maestro. Dentro del contrato de cesión se establecerá que el precio de la cesión es de P$3,000.0m, lo que implica que el Fideicomiso Emisor deberá pagar dicho monto a Santander a cambio de los derechos del crédito.

El patrimonio del Fideicomiso Emisor quedará integrado, principalmente, por los derechos de crédito derivados del contrato cedido al Fideicomiso Emisor, de acuerdo con lo que instruya el comité técnico de la Emisión y con los derechos que le asistan al Fiduciario como beneficiario del Fideicomiso Maestro. Estos últimos incluyen los flujos de las Participaciones Fideicomitidas que reciba del Fiduciario Maestro y con el producto de la colocación de la Emisión, en tanto los fondos correspondientes sean utilizados para la adquisición de los derechos de crédito.

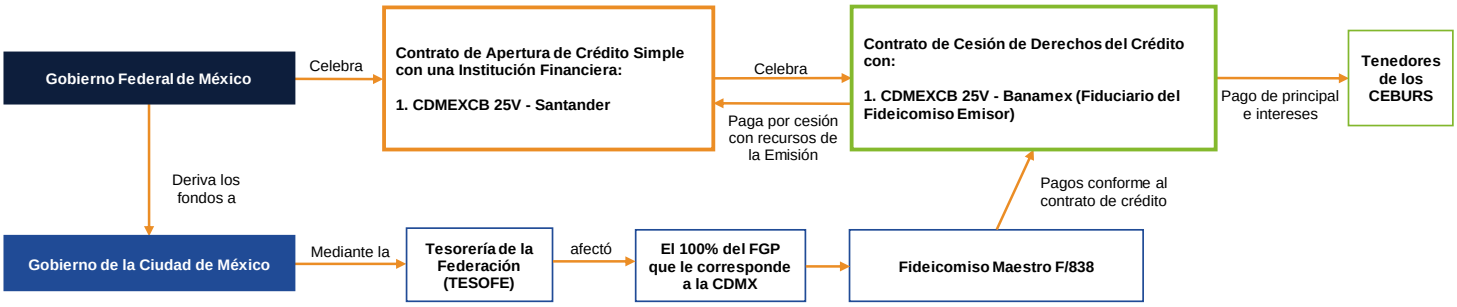
El Fideicomiso Emisor deberá emitir los CEBURS Fiduciarios y entregará los títulos a Casa de Bolsa Santander[20], en su carácter de Intermediario Colocador, para que este los coloque entre el público inversionista a través de la BMV[21] . Una vez

[19] Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero (Monex).
[20] Casa de Bolsa Santander, S.A. de C.V., Grupo Financiero Santander México (Casa de Bolsa Santander y/o Intermediario Colocador).
[21] Bolsa Mexicana de Valores (BMV).

efectuada la colocación, el Intermediario Colocador obtendrá los recursos de la Emisión y los transmitirá al Fideicomiso Emisor, quien a su vez pagará los derechos del crédito a Santander.

El Fiduciario Emisor efectuará los pagos correspondientes a los tenedores de los CEBURS Fiduciarios durante su vigencia, de acuerdo con los documentos de la estructura y en el entendido de que el crédito y la Emisión deberán tener características similares, por lo que el pago de intereses y el pago de capital a los tenedores se realizará conforme a lo descrito en el contrato de crédito. A continuación, se muestra la estructura operativa de la operación:

Estructura de la operación



Fuente: HR Ratings con base en los documentos legales compartidos por la Ciudad de México para la Emisión.

Composición histórica de la Deuda de la CDMX

Los recursos afectados dentro del patrimonio del Fideicomiso Maestro (100.0% del FGP de la CDMX) se distribuye de manera proporcional y equitativa entre un total de 54 financiamientos, esto hasta octubre de 2025. El total de los financiamientos se compone de 49 Créditos Bancarios Estructurados (CBEs) y de 5 CEBURS Fiduciarios. Para el cierre de 2025 esperamos la liquidación de un CBE adicional, y en abril de 2026 comenzaría a amortizar un crédito que actualmente ya está celebrado y dispuesto con Banamex por P$2,505.0m, pero que contó con un periodo de gracia de pago de capital de seis meses. Cabe mencionar que los CBEs pagan intereses de manera mensual, mientras que las emisiones pagan de manera semestral. También el cálculo de estos, en algunos casos, es a un nivel de tasa fija, y en otros se considera un nivel de tasa variable más una sobretasa.

Año	Número de Créditos	Número de Emisiones	Saldo Insoluto Total Final	Servicio de la Deuda Anual
2020	30	9	$77,262.1	$13,240.6
2021	36	8	$83,069.7	$12,108.3
2022	41	8	$87,372.3	$14,697.4
2023	43	7	$89,461.9	$19,423.2
2024	45	6	$104,022.0	$19,200.4
2025[1]	49	5	$98,793.2	$14,540.9

Fuente: HR Ratings con base en información de la CDMX y estimaciones propias.

Nota: 1) En 2025 se consideran cifras observadas hasta octubre.

Marco de Referencia de la Emisión

Los recursos netos de cada Bono Verde emitido por el GCDMX serán utilizados para financiar o refinanciar, en su totalidad o parcialmente, los proyectos existentes y futuros que promuevan el desarrollo sostenible, la transición a una economía con baja emisión de carbono y resistente al cambio climático. El presente financiamiento se alinea a seis categorías verdes que buscan apoyar la mitigación del cambio climático y el desarrollo sostenible de la Ciudad. Asimismo, se alinea a una categoría social que busca aumentar la oferta de servicios públicos de transporte, beneficiando a la población.

Las categorías elegibles (6 verdes y una social) a las que se alinea el financiamiento son las siguientes:

- Energía Renovable
- Transporte Limpio
- Prevención y control de la contaminación
- Edificios Ecológicos
- Gestión sostenible del agua y de las aguas residuales
- Gestión sostenible de los recursos naturales y el uso de la tierra
- Infraestructura básica asequible (categoría social).

Obras Productivas financiadas con la Emisión:

- Cablebús Línea 5 (Magdalena Contreras- Álvaro Obregón): 11 estaciones que recorren un tramo de 13.10km. El proyecto permite una disminución de 36.16% del tiempo de viaje en transporte público. El monto total de inversión del proyecto es de P$2,000.0m para 2025.
- Cablebús Línea 6 (Milpa Alta – Tláhuac): 7 estaciones que recorren un tramo de 12.3km. El proyecto permite una disminución de 21.72% del tiempo de viaje en transporte público. El monto total de inversión del proyecto es de P$1,500.0m para 2025.

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

Metodologías utilizadas para el análisis*	Deuda Estructurada de Entidades Subnacionales, noviembre de 2024.
Calificación anterior	n.a.
Fecha de última acción de calificación	n.a.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2020 a septiembre de 2025.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por la Ciudad de México y fuentes de información pública.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	n.a.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores (en su caso)	n.a.
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	n.a.

***Para más información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/methodology/**

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

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

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings.

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

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US$1,000 a US$1,000,000 (mil a un millón dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US$5,000 y US$2,000,000 (cinco mil a dos millones de dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda).

Contacto con Medios

comunicaciones@hrratings.com