

## Calificación

FIMUBCB 19

HR AAA (E)

Perspectiva

Estable

### Evolución de la Calificación Crediticia



## Contactos

### Akira Hirata

Asociado Sr.  
akira.hirata@hrratings.com

### Brianda Torres

Analista Sr.  
brianda.torres@hrratings.com

### Fernando Sandoval

Director Ejecutivo de Instituciones  
Financieras / ABS  
fernando.sandoval@hrratings.com

## HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para la Emisión FIMUBCB 19 tras la primera reapertura por un monto total de hasta P\$1,000m

La ratificación de la calificación para la emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra FIMUBCB 19 se sustenta en la Mora Máxima de 40.7% que soporta bajo un escenario de alto estrés, lo que se compara con una TIH de 7.9% de la cartera originada por Fimubac y por sus Socios Comerciales, resultando en una VTI de 5.2 veces (x) (vs. 54.2%, 7.7% y 7.0x respectivamente, en el análisis anterior). El ajuste en las métricas de Mora Máxima obedece a nuestra incorporación de la tasa de prepago histórica del sector, de acuerdo con información obtenida por HR Ratings.

La reapertura se pretende realizar por un monto de hasta P\$300.0m, con lo que se alcanzaría un monto total de P\$1,000m. Los niveles de aforo se mantienen, con un Aforo de la Emisión y el Aforo para Distribuciones en 1.25x y el Aforo Mínimo en 1.15x. Asimismo, se mantienen los fondos de reserva para la Emisión, los cuales consideran un Fondo de Reserva Contingente por un monto de P\$3.0m, un Fondo de Mantenimiento por un monto equivalente a un mes de gastos de mantenimiento pagaderos y un Fondo de Reserva equivalente a un mes de intereses. La Emisión fue colocada a un plazo legal de 48 meses, con 33 meses del Periodo de Revolvencia, y con un formato de Amortizaciones Objetivo a partir del mes 22. A la fecha del presente comunicado, la Emisión tiene 4 meses de vigencia en el mercado.

## Análisis de Flujo de Efectivo y Características de la Emisión

- **Fortaleza de la Emisión en cuanto a los flujos de cobranza cedidos.** La cobranza no realizada por mora asciende a P\$706.8m que representa el incumplimiento de 21,314 clientes considerando el saldo promedio por cliente del total de la cartera (vs. P\$503.3m y 28,420 clientes en el análisis anterior).
- **Aforo de la Emisión es de 1.25x y un Aforo Mínimo en niveles de 1.15x.** El aforo de la Emisión se calcula como el saldo insoluto de los Derechos al Cobro Elegibles, más el saldo insoluto de los Derechos Fideicomisarios Elegibles, más el efectivo en el Fideicomiso, entre el saldo insoluto de principal de los CEBURS Fiduciarios.
- **Riesgo operativo y de liquidez ligado al modelo de negocio de descuento vía nómina.** Existe la posibilidad de que haya retraso en los pagos de parte de las dependencias a Fimubac; sin embargo, este riesgo se ve reducido por los fondos de reservas en caso de presiones en liquidez.
- **Adecuada diversificación de la cartera cedida por dependencias y socios comerciales.** Al contar con 362 dependencias y 15 socios comerciales mostrando una concentración promedio por socio comercial del 6.7% de la cartera originada por socios comerciales. Mientras que la concentración promedio por dependencia de la cartera originada por Fimubac es del 0.6% y la cartera originada por los socios es del 0.5%.

## Factores Adicionales Considerados

- **Contratación de un instrumento de cobertura; un CAP con Scotiabank Inverlat<sup>1</sup> cuya calificación en escala local es equivalente a HR AAA.** El instrumento derivado tendrá vigencia durante toda la vida de la Emisión, con un nocional

<sup>1</sup> Scotiabank Inverlat, Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Scotiabank Inverlat.

equivalente al monto total colocado.

- **Presencia de un Administrador Maestro con calificación de HR AM3 con Perspectiva Estable.** La participación de Linq<sup>2</sup> resulta favorable dado que acota el posible conflicto de interés entre las partes al generar reportes independientes.
- **Opinión legal elaborada por un despacho legal independiente.** La opinión fue realizada por Greenberg Traurig, S.C. y establece que la transmisión es válida y oponible a terceros de los Derechos de Cobro al Fideicomiso.
- **Existencia de un Fideicomiso Maestro de Cobranza y Fideicomisos de Segundo Piso para la cartera originada por los Socios Comerciales.** La presencia de un Fideicomiso Maestro de Cobranza para la cartera originada por Fimubac brinda una fortaleza a la Emisión; de esta manera, los flujos serán transmitidos directamente al Fideicomiso de la Emisión, mientras que los flujos de la cartera originada por Socios Comerciales serán transferidos al Fideicomiso Maestro y posteriormente al Fideicomiso de la Emisión.

### Factores que Podrían Bajar la Calificación

- **Deterioro en el análisis de cosechas como resultado de un incremento en la TIH.** Un deterioro en niveles superiores a 9.0% que colocara a la VTI en niveles por debajo de 4.5x, impactaría de manera negativa la calificación.
- **Deterioro de la capacidad operativa de Fimubac.** Lo anterior se reflejaría en dificultades para realizar las labores de cobranza y administración de cartera, impactando con ello los niveles de incumplimiento de la misma.
- **Manifestación de riesgos de liquidez o riesgos operativos referentes al modelo de negocio.** Debido a la relación de Fimubac y sus socios con las dependencias gubernamentales, el Fideicomitente y sus socios podrían presentar retrasos en los pagos con lo que se materializarían riesgos de liquidez considerables.

### Características de la Transacción

La emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra FIMUBCB 19 se realizó por un monto de hasta P\$700.0 millones (m), a un plazo legal de 48 meses, lo que equivale a 4.0 años, a cuatro meses después de su colocación, se planea realizar una primera reapertura por P\$300.0m, con lo que el saldo total de la Emisión ascendería a P\$1,000m. La Emisión está respaldada por los derechos al cobro provenientes de una cartera de créditos de descuento vía nómina al sector público originados por Fimubac o por sus socios comerciales, y fondeados por Fimubac bajo un esquema de financiamiento de segundo piso estructurado. Los CEBURS Fiduciarios fueron emitidos por el Fideicomiso CIB/2800 constituido por Fimubac, o Credenz por su nombre comercial, como fideicomitente, por CI Banco<sup>3</sup> como fiduciario y por Monex<sup>4</sup> como representante común de los tenedores.

<sup>2</sup> Administrador de Portafolios Financieros, S.A. de C.V. (Linq y/o el Administrador Maestro).

<sup>3</sup> CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria (CIBanco y/o el Fiduciario).

<sup>4</sup> Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero (Monex y/o el Representante Común).

## Desempeño Histórico de la Emisión

La Emisión se colocó el 31 de mayo de 2019 por P\$700.0m a una tasa de TIIE + 2.95%, la cual estaba respaldada por Derechos al Cobro con un valor nominal de P\$810.4m. La primera reapertura se realizará por P\$300.0m, teniendo la Emisión así un saldo por P\$1,000m, respaldada por Derechos al Cobro para satisfacer el Aforo Requerido de 1.25x.

Han transcurrido cuatro meses desde la colocación de la Emisión, donde los niveles de aforo se han mostrado satisfechos, mientras que la cobranza y pago de intereses se han mostrado también en línea con lo esperado.

## Características del Colateral

### Características de la Cartera Cedida

La cartera que será cedida tras realizar la primera reapertura asciende a P\$1,220m contra P\$810.4m mostrados en el análisis anterior realizado por HR Ratings el 26 de julio de 2019 donde se ratifica la calificación tras conocer las características finales. El valor nominal de los derechos al cobro se incrementó en 50.5% como resultado de que se espera una primera reapertura por P\$300.0m. Incorporando la cartera adicional a ceder para la reapertura, se muestran cambios en la composición de la misma, donde del total de la cartera, la originada directamente por Fimubac representa el 33.1%, mientras que la originada por socios comerciales representa el 66.9% restante (vs. 43.8% y 56.2% en el análisis anterior).

En cuanto a las dependencias que tiene Fimubac, se observa un cambio marginal, donde el número desciende de 182 a 179 dependencias contra el análisis anterior. Sin embargo, en cuanto a la cartera de los socios comerciales, el número de dependencias se incrementó de 138 a 183, mientras que también el número de socios pasó de 12 a 15, reduciendo la concentración promedio por dependencia y socio comercial, lo cual es considerado positivo.

**Tabla 1. Características de la Cartera Cedida al Fideicomiso**

Créditos de Descuento vía Nómina Fimubac	Jun-19	Sep-19
Número de Clientes	22,697	27,590
Número de Dependencias	182	179
Plazo Original Promedio Ponderado	49.5	48.8
Plazo Remanente Promedio Ponderado	39.5	38.3
Valor Nominal de los Derechos al Cobro P\$*	355.0	403.1
Saldo Promedio de los Derechos al Cobro P\$**	15.6	14.6
Grado de Concentración por Dependencia	0.5%	0.6%
Cartera Originada por Socios Comerciales		
Número de Clientes	27,639	42,619
Número de Dependencias	138	183
Número de Socios Comerciales	12	15
Plazo Original Promedio Ponderado	40.1	38.5
Plazo Remanente Promedio Ponderado	27.6	29.7
Valor Nominal de los Derechos al Cobro P\$*	455.4	816.4
Saldo Promedio de los Derechos al Cobro P\$**	16.5	19.2
Concentración Promedio por Dependencia	0.7%	0.5%
Concentración Promedio por Socio Comercial	8.3%	6.7%
Cartera Originada Total		
Número de Clientes	50,336	70,209
Número de Dependencias	320	362
Plazo Original Promedio Ponderado	44.2	42.1
Plazo Remanente Promedio Ponderado	36.1	32.7
Valor Nominal de los Derechos al Cobro P\$*	810.4	1,220

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Agente Estructurador.

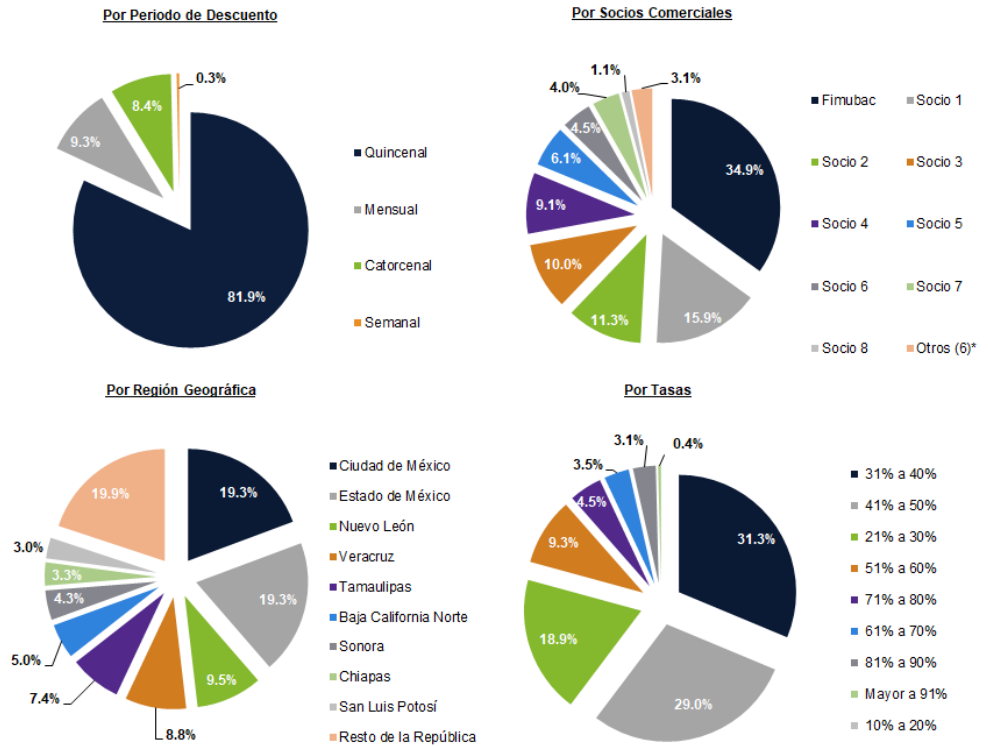
\*Cifras en millones de Pesos.

\*\*Cifras en miles de Pesos.

### Distribución del Colateral

Se muestra la distribución del colateral por región geográfica donde el 19.3% de la cartera se encuentra en la Ciudad de México, seguida del 19.3% en el Estado de México y donde el tercer lugar corresponde a Nuevo León con una participación del 9.5%; mostrando también presencia en el resto de la República Mexicana, reflejando así una adecuada diversificación geográfica. En cuanto a la periodicidad a la que se realiza el descuento del crédito vía nómina, la periodicidad principal es la quincenal que representa el 81.9%. Respecto a la distribución por socios principales, se muestra que Fimubac originó directamente el 34.9% de la cartera, seguida del socio uno con una participación del 15.9% y del socio dos con un 11.3%, teniendo en total la presencia de 14 socios comerciales y Fimubac, lo cual es considerado adecuado. También se muestra una distribución de la cartera por la tasa activa anual, donde las tasas que oscilan de 31.0% a 40.0% son las preponderantes y representan el 31.3% de la cartera.

Gráfica 1. Distribución del Colateral



Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Agente Estructurador.

### Criterios de Elegibilidad

En cuanto a los criterios de elegibilidad, estos se mantienen iguales a los ya establecidos previamente. Cabe resaltar que, al cierre de septiembre de 2019, la cartera a ceder satisface todos los criterios de elegibilidad, mostrando la concentración por socio comercial sobre patrimonio del Fideicomiso en 13.4%, por debajo del límite de 15.0%. Estos criterios resultan adecuados y limitantes en cuanto a la concentración de la cartera cedida, lo cual es considerado adecuado por HR Ratings.

Tabla 2. Criterios de Elegibilidad

	jun-19	sep-19
Derechos al Cobro con atrasos menores a 90 días	Cumple	Cumple
Límite de Concentración por Cliente Principal de 2.5% sobre Patrimonio del Fideicomiso	Cumple	Cumple
Límite de Concentración por Dependencia de 10.0% sobre Patrimonio del Fideicomiso, o 20.0% en caso de Dependencias Federales	Cumple	Cumple
No se podrán ceder créditos originados con dependencias municipales, o con empleadores del sector privado	Cumple	Cumple
Límite de Concentración por Socio Comercial de 15.0% sobre Patrimonio del Fideicomiso	Cumple	Cumple
TIR Mínima de los Derechos al Cobro de 60.0%	Cumple	Cumple

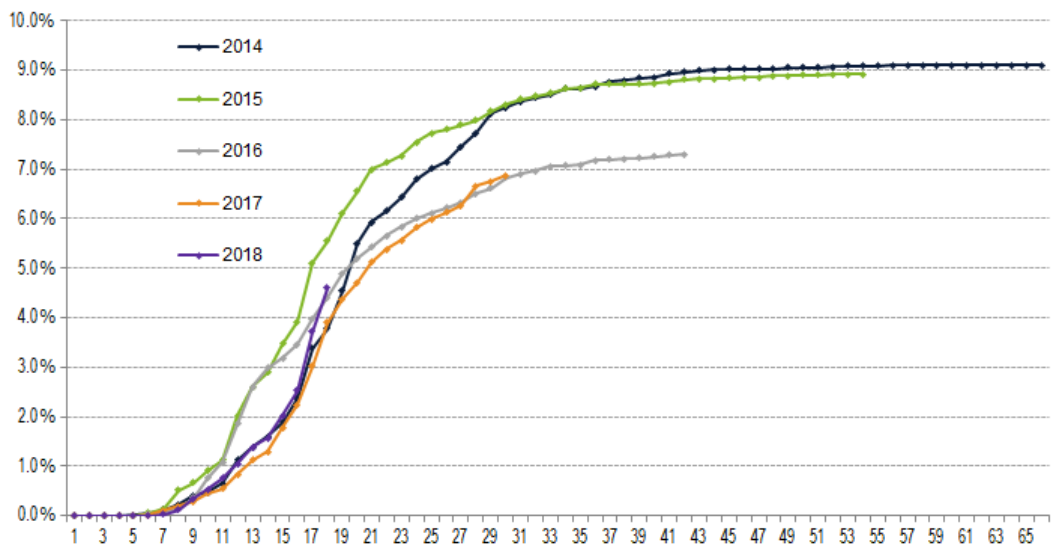
Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

## Análisis de Cosechas y TIH

Con el fin de determinar el comportamiento histórico de la cartera originada por Fimubac, así como de sus Socios Comerciales, se muestra el análisis de cosechas de la cartera vía nómina originada por Fimubac y por los Socios Comerciales desde 2014 hasta junio de 2019. Estas cosechas consideran cartera vencida aquella que presente más de 90 días de incumplimiento, en línea a lo establecido en los criterios de elegibilidad de la Emisión.

En la gráfica siguiente, se muestra el análisis de cosechas de la cartera únicamente originada por Fimubac, donde el nivel máximo de incumplimiento se presenta en 2014 con un 9.1%, seguida de la cosecha de 2015 con una mora máxima de 8.9%; mientras que la cosecha de 2016 presenta un incumplimiento menor llegando a niveles de 7.3%. Cabe resaltar que las cosechas de 2017 y 2018 no son consideradas en el análisis debido a su baja maduración.

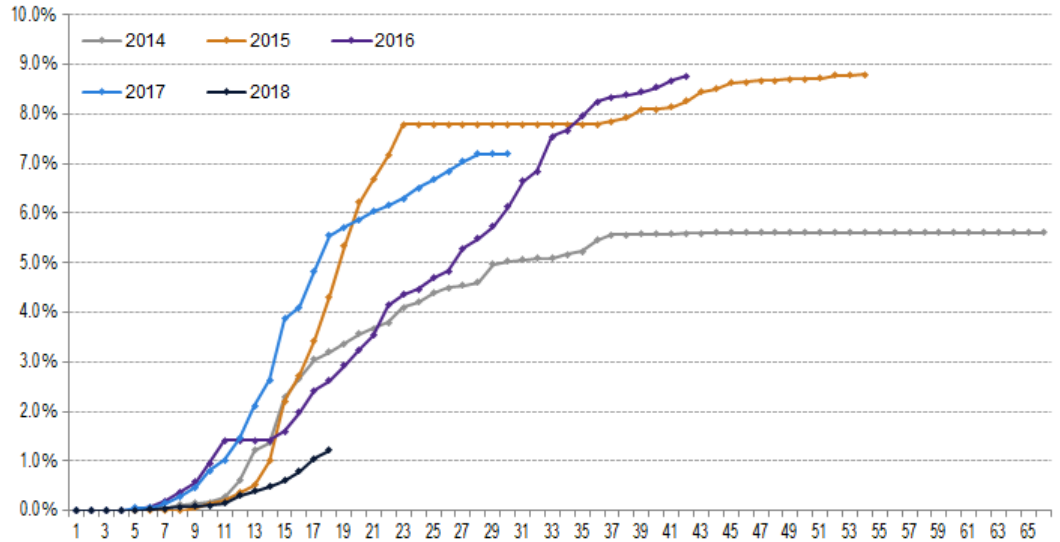
Gráfica 2. Análisis de Cosechas Fimubac



Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Agente Estructurador.

Adicionalmente, se muestra el análisis de cosechas de los socios comerciales que originan créditos de descuento vía nómina fondeados por Fimubac a través de un esquema de créditos de segundo piso, considerándose de igual manera cartera vencida al presentar un incumplimiento mayor a 90 días. Es así que se observan las cosechas con mayores incumplimientos en 2015 y 2016 presentando una mora máxima de 8.8% para ambos años, seguido de la cosecha de 2017 con 7.2%. Al igual que en el análisis de cosechas para Fimubac, no se consideran los años de 2017 y 2018 por su baja maduración.

**Gráfica 3. Análisis de Cosechas Socios Comerciales**



Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Agente Estructurador.

En cuanto al cálculo de la TIH, considerando la originación de Fimubac como de los Socios Comerciales de las cosechas de 2014 a 2015 se muestra un monto de originación total para estos años por P\$1,324m. Realizando un promedio ponderado del monto de originación con las moras máximas ponderadas correspondientes de 6.7%, 8.8% y 8.2%, se obtiene así una TIH de 7.9% que incluye todos los originadores y las cosechas de 2014 a 2016.

**Tabla 3. TIH**

Año	Cartera	Origenación*	Cartera Vencida*	% Incumplimiento	% Incumplimiento Ponderado
2014	Fimubac	138.0	12.6	9.1%	6.7%
	Socios Comerciales	295.0	16.5	5.6%	
2015	Fimubac	126.5	11.3	8.9%	8.8%
	Socios Comerciales	224.1	19.7	8.8%	
2016	Fimubac	207.8	15.2	7.3%	8.2%
	Socios Comerciales	333.1	29.2	8.8%	
2017**	Fimubac	369.4	25.4	6.9%	7.1%
	Socios Comerciales	474.3	34.2	7.2%	
2018**	Fimubac	634.6	29.2	4.6%	3.0%
	Socios Comerciales	585.6	7.1	1.2%	
<b>TOTAL</b>		<b>1,324.5</b>	<b>104.5</b>		<b>7.9%</b>

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Agente Estructurador.

\*Cifras en millones de pesos.

\*\*Cosechas no tomadas en cuenta debido a su baja madurez.

## Análisis de Escenarios

Para determinar el comportamiento esperado de la Emisión, HR Ratings realizó un análisis de flujo de efectivo bajo un escenario base y uno de alto estrés económico, siendo este último el de mayor relevancia para HR Ratings, ya que a partir de éste se determinará la Mora Máxima que soporta la Emisión, manteniendo su capacidad de pago en tiempo y forma. Mientras tanto, el escenario base busca determinar el comportamiento esperado bajo condiciones económicas probables.

### Escenario de Estrés

El escenario de estrés planteado por HR Ratings incorpora diversos supuestos para reflejar las sensibilidades de la Emisión ante distintas variables macroeconómicas y de mercado. Los supuestos de estrés incorporados son los siguientes:

- A. Monto de la Emisión de P\$1,000.0m.
- B. Servicio de la deuda mensual, con pagos de intereses durante el Periodo de Revolvencia, y de principal e intereses durante el Periodo de Amortización.
- C. Pago de intereses referidos a la TIIE de hasta 29 días, más una sobretasa de estrés de 295 puntos base.
- D. Curva de estrés para la TIIE consistente con un escenario económico de estanflación. Con ello, la tasa de interés promedio ponderada de la Emisión durante su vigencia sería de 11.6%, lo que equivale a una TIIE promedio de 8.7%, más la sobretasa proyectada.
- E. Contratación de un instrumento derivado de cobertura (CAP) para la TIIE durante toda la vigencia de la Emisión, y a un nivel de 12.0%.
- F. Aforo de la Emisión de 1.25x; Aforo Mínimo de 1.15x y Aforo para Distribuciones de 1.25x. El aforo se calcula como el saldo insoluto de los derechos al cobro vigentes y elegibles, más el efectivo fideicomitado con excepción de la Reserva de Pagos Mensuales, entre el saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios.
- G. Periodo de Revolvencia de 33 meses, en donde los primeros 21 serían de Revolvencia pura, y a partir del mes 22 se realizarán amortizaciones objetivo.
- H. La Emisión contempla, a partir del mes 22 y hasta el periodo 33, amortizaciones objetivo de principal por un monto equivalente a (1/12) del saldo insoluto de la Emisión.
- I. Adquisiciones de cartera mensuales por un monto de P\$55.0m, con el pago de la contraprestación equivalente al saldo insoluto de los derechos al cobro cedidos.
- J. Tasa de interés de la cartera cedida de 1.5% mensual sobre saldos globales. El esquema de pago de intereses sobre saldos globales es consistente con las características de la cartera del Fideicomitente y de sus Originadores.



Adicionalmente, se determinó el nivel de 1.5% en cumplimiento con el criterio de elegibilidad que establece una TIR mínima de 60.0% para la cartera cedida.

- K. Plazo de originación de la cartera de 38 meses.
- L. Fondo de Mantenimiento que se constituirá mensualmente con una doceava parte (1/12) de los gastos de mantenimiento anuales, hasta que se haya acumulado el monto estimado de los mismos.
- M. Fondo de Reserva para el pago de intereses con un saldo objetivo equivalente a un mes de pago de intereses ordinarios.
- N. Fondo de Pagos Mensuales en donde se depositarán las cantidades pagaderas de principal e intereses el mes inmediato siguiente.
- O. Fondo para Nuevos Derechos al Cobro con un monto inicial de P\$0.0m, el cual deberá ser usado en al menos 90.0% durante los primeros 9 meses de vigencia para la revolvencia de cartera.
- P. Gastos de mantenimiento mensuales por P\$0.25m y anuales por P\$1.5m.
- Q. Mora mensual incremental de 0.3% durante el Periodo de Revolvencia, y de 4.7% a partir del Periodo de Amortización Objetivo y durante el Periodo de Pass-Through.
- R. Tasa de prepagos de 35.0%, equivalente a una tasa histórica del sector de 14.0%, multiplicada por un factor de estrés de 2.5x.
- S. Uso de todos los recursos de la Emisión para el pago de obligaciones.

Considerando los supuestos de estrés, se obtuvieron los siguientes resultados:

**Tabla 4. Escenario Proyectado por HR Ratings para la Emisión.**

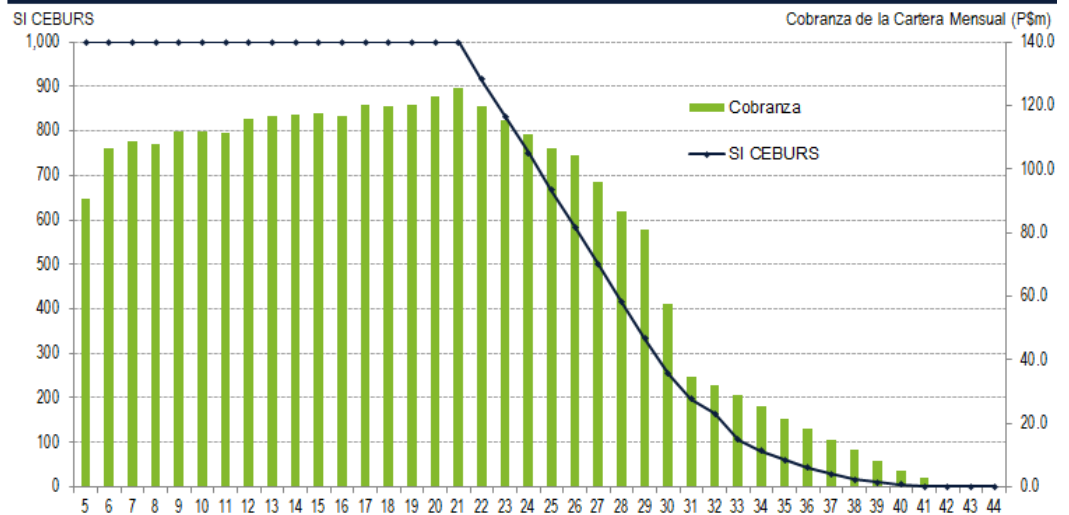
Supuestos	
Monto a Emitir (P\$m)	1,000.0
Valor de los Contratos a Ceder (P\$m)	1,219.6
Tasa de Interés Mínima de los Créditos Cedidos	1.5% mensual
Reserva para Nuevos Créditos (P\$m)	0.0
Tasa de Interés Promedio de la Emisión	11.6%
Reapertura de la Emisión	Sí
Plazo Promedio de los Contratos Originados (meses)	38.0
Resultados	
Evento de Amortización Anticipada	No
Aforo Inicial	1.25
Aforo Mínimo Durante el Periodo de Revolvencia	1.25
Aforo Máximo Durante el Periodo de Revolvencia	1.25
Morosidad Mensual Durante el Periodo de Colocación	0.3%
Morosidad Mensual Durante Amortización	4.7%
Morosidad Acumulada de la Emisión	40.7%
TIR	7.9%
VTI	5.2
Meses para Amortización Total	44.0

Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

Considerando los supuestos en un escenario de estrés mencionados anteriormente, se muestra que el saldo insoluto de la Emisión se mantiene en P\$1,000m hasta el mes 21, es decir, con 17 meses remanentes. Una vez finalizado el Periodo de Colocación, comenzará el Periodo de Amortización Objetivo que va del periodo 22 al 33. Asimismo, se tendrá un Periodo de Pass-Through a partir del mes 34 y hasta el mes 48 en caso de que no se cubran en su totalidad las amortizaciones objetivo.

En cuanto a la cobranza recibida, se espera que esta muestre una tendencia creciente hasta el periodo 21, debido a las compras adicionales de cartera realizadas durante el Periodo de Colocación. A partir del periodo 22, la cobranza iría a la baja derivado del vencimiento natural de la cartera cedida que se empata con el comportamiento de la Emisión. Es así que la cobranza promedio hasta el mes 21 asciende a P\$111.7m, y la cobranza promedio del mes 22 al término de la vida de la emisión es de P\$58.2m.

**Gráfica 4. Cobranza de la Cartera Total vs. SI CEBURS (P\$m)**



Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

Observando el flujo de efectivo durante toda la vida de la Emisión, se observan ingresos por P\$1,957m durante el Periodo de Colocación, que provienen en un 58.5% por la cobranza de capital y por 40.7% de la cobranza por intereses, donde estos ingresos a su vez representan el 61.1% del total de los ingresos de toda la vida de la Emisión. Los egresos de este Periodo de Colocación ascienden a P\$1,652m, distribuidos en un 56.6% por recompra de cartera y en un 32.9% por liberaciones, seguidos de un 10.1% de gastos por intereses y un 0.4% de gastos de mantenimiento. Cabe resaltar que la diferencia entre ingresos y egresos refiere a los saldos iniciales de los fondos de reserva.

Los ingresos del Periodo de Amortización Objetivo ascienden a P\$985.3m representando el 35.0% del total de ingresos, y donde estos ingresos están compuestos en 66.2% por cobranza de capital, 33.6% por cobranza de intereses y 1.2% por rendimientos de las inversiones permitidas. Mientras tanto, los egresos en este mismo periodo ascienden a P\$1,317m, de los cuales 67.9% deriva de amortizaciones, seguido de 16.7% por compra de cartera.

Durante el Periodo de Pass-Through se presenta un monto de egresos por P\$111.7m durante el Periodo de Amortización Full Turbo, donde el 95.1% del total de egresos corresponde a amortizaciones, seguido del 2.9% por gastos de intereses y el 2.0% restante por gastos de mantenimiento.

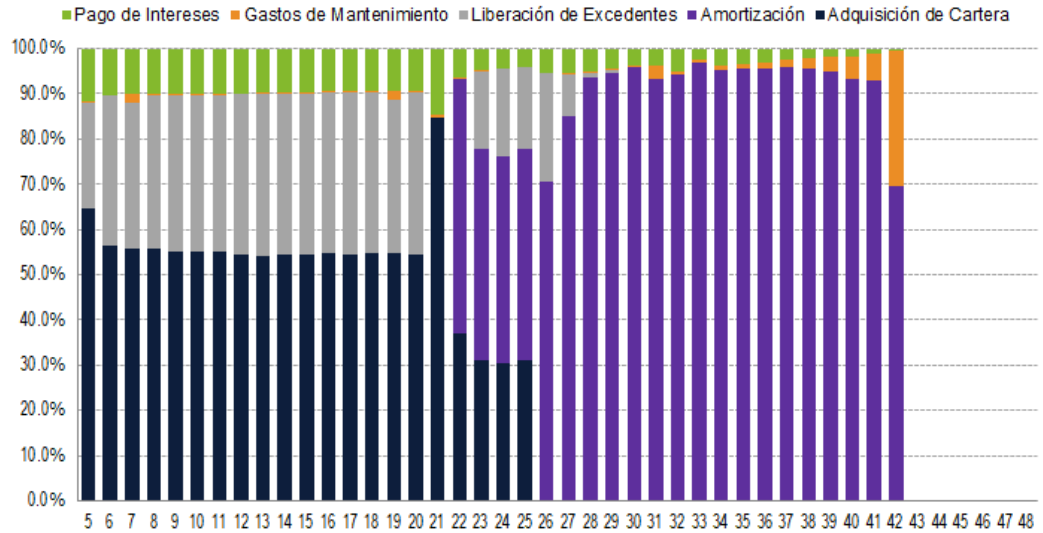
Tabla 5. Flujo de Efectivo (P\$m)	Periodo de Colocación	Periodo de Amortización Objetivo	Periodo de Pass-Through	Periodo Total
Meses Considerados	5 al 21	22 al 33	34 al 48	5 al 48
<b>Cobranza Esperada</b>	1,738.0	1,300.2	1,143.1	4,181.2
Cobranza Capital	923.5	748.6	702.5	2,374.6
Cobranza Interés	814.5	551.6	440.6	1,806.6
<b>Cobranza Esperada Prepagos</b>	1,981.9	1,365.4	382.2	3,729.6
Cobranza Capital	923.5	660.8	220.0	1,804.2
Cobranza Interés	814.5	462.7	77.8	1,355.0
Prepagos	244.0	241.9	84.5	570.3
<b>Cobranza no Realizada por Mora</b>	41.0	391.9	273.9	706.8
Cobranza Capital	18.2	188.6	156.3	363.1
Cobranza Interés	17.4	131.7	56.6	205.7
Prepagos	5.3	71.6	61.0	137.9
<b>Cobranza Real</b>	1,702.3	973.5	108.3	2,784.2
Cobranza Capital	905.3	472.2	63.7	1,441.1
Cobranza Interés	797.1	331.1	21.1	1,149.3
Prepagos	238.6	170.3	23.5	432.4
+ Intereses de Fondos	16.0	11.7	0.1	27.9
+ Saldo Inicial Fondo General	3.0	231.8	0.0	3.0
+ Constitución (Saldo) Inicial de Fondos	26.7	103.0	3.6	26.7
+ Efectivo Inicial para Aforo	0.0	0.0	0.0	0.0
- Efectivo Final para Aforo de la RNC	0.0	0.0	0.0	0.0
- Saldo Final Fondos	103.0	3.6	0.0	0.0
- Saldo Final Fondo General	231.8	0.0	0.3	0.3
- Gastos de Mantenimiento	7.3	4.5	2.3	14.0
- Gastos de Intereses	166.3	62.0	3.2	231.5
- Recompra Cartera con FG	935.0	220.0	0.0	1,155.0
- Recompra Cartera con FNDC	0.0	0.0	0.0	0.0
- Liberaciones	543.4	136.3	0.0	679.6
- Amortización	0.0	893.7	106.3	1,000.0
- Remanentes	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>TOTAL</b>	0.0	0.0	0.0	0.0

Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

\*FG: Fondo General.

Respecto a la distribución del uso de los ingresos del fideicomiso, se muestra que del periodo 5 al periodo 21 que es el Periodo de Colocación únicamente hay adquisiciones de cartera, así como liberaciones además de los gastos de mantenimiento y el pago de intereses en línea al saldo insoluto que se mantiene sin cambios durante este tiempo. Donde hay que destacar que el pago de intereses presenta una tendencia a la baja a partir del periodo 22 como resultado de la amortización del saldo insoluto. Del periodo 22 al 33 es el Periodo de Amortización Objetivo, donde únicamente durante el periodo 22, 23 y 24 se cumple con la amortización objetivo y hay además recursos para realizar adquisición de cartera, a partir del periodo 25 ya no se realizan adquisiciones de cartera adicionales convirtiéndose entonces en una amortización full turbo, donde los recursos destinados a la amortización muestran una tendencia alcista hasta el periodo 42 donde el saldo insoluto de la Emisión es cero.

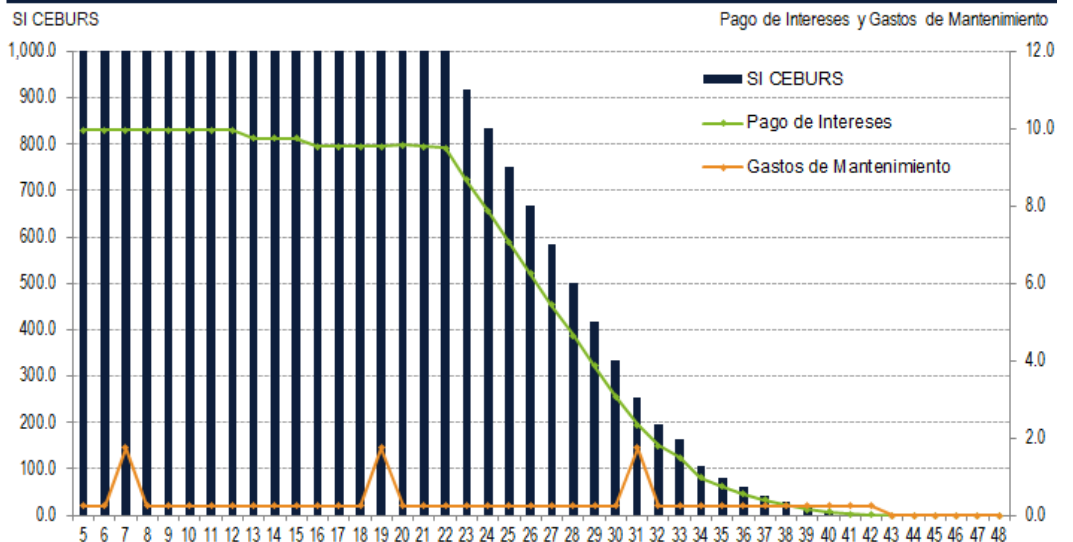
**Gráfica 5. Distribución del Uso de los Ingresos del Fideicomiso (P\$m)**



Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

El saldo insoluto de la Emisión se mantiene en P\$1,000m hasta el periodo 21 donde finaliza el Periodo de Colocación. Posteriormente, la Emisión comenzará a amortizar conforme se cumplen los esquemas de Amortización Objetivo, y posteriormente Full-Turbo. En cuanto al pago de los intereses durante toda la vida de la Emisión estos ascienden a P\$231.5m; mientras que los gastos de mantenimiento se mantienen constantes para todos los periodos, teniendo así un gasto de mantenimiento anual por P\$4.5m y un monto total durante el resto de vida de la Emisión por P\$14.0m.

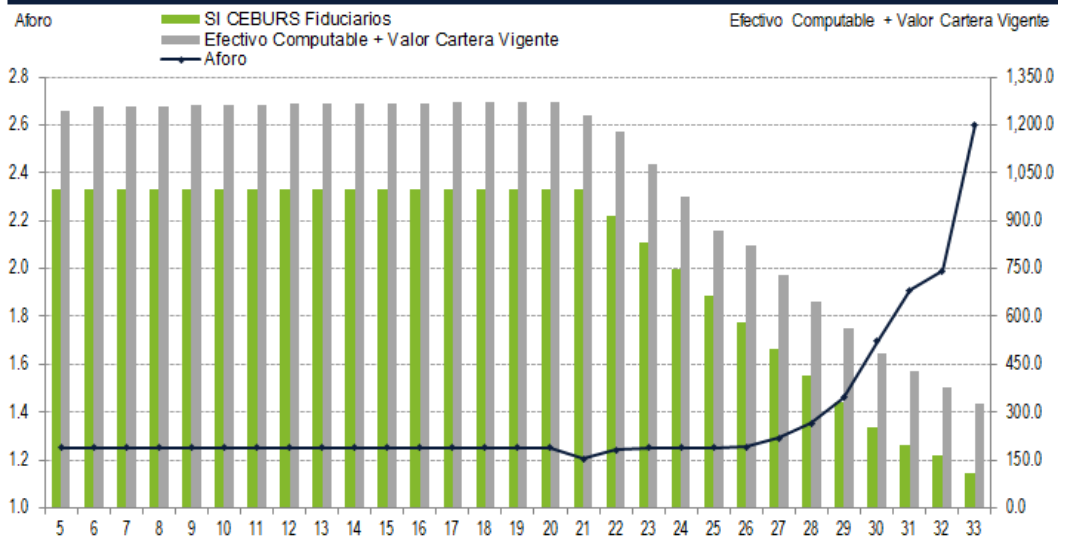
**Gráfica 6. SI CEBURS vs. Pago de Intereses y Gastos de Mantenimiento (P\$m)**



Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

El saldo insoluto de la Emisión comienza a amortizar una vez finalizado el Periodo de Colocación en el periodo 21, donde a su vez el efectivo computable y la cartera vigente cedida comienzan a decrecer, de acuerdo con la amortización de la cartera cedida. En cuanto al comportamiento del aforo, este se mantendría en el nivel requerido de 1.25x durante el Periodo de Colocación. Posteriormente, mostraría una disminución en el periodo 21 debido a que los recursos serían utilizados para constituir el Fondo de Pagos Mensuales para la primera amortización objetivo, mismo que no es considerado para el Aforo. Posteriormente, el aforo mostraría una tendencia creciente como resultado de las amortizaciones que se estarían realizando periodo a periodo.

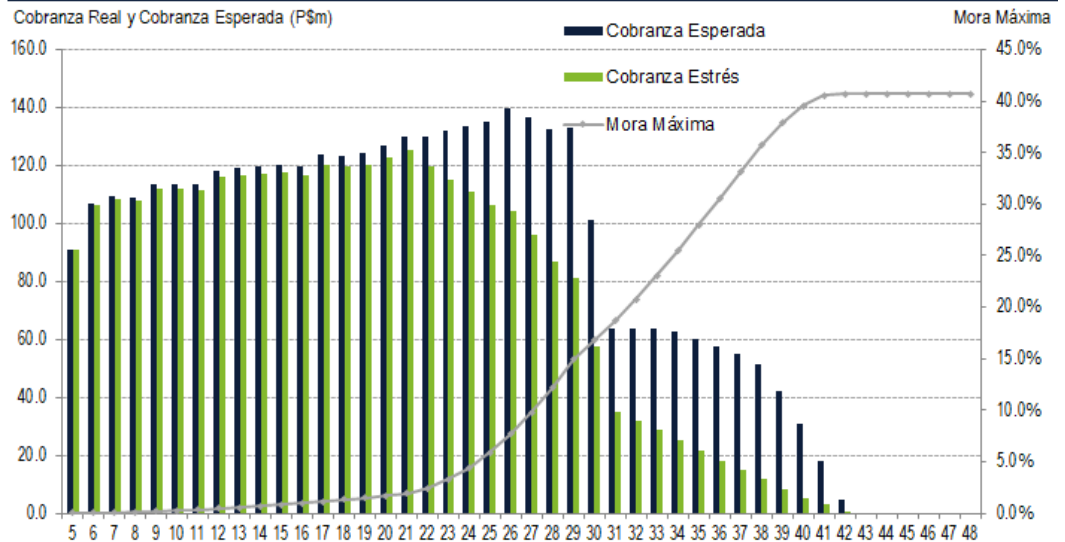
**Gráfica 7. Aforo de la Emisión durante el Periodo de Revolvencia**



Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

Con el fin de determinar la Mora Máxima que soporta la Emisión, se incorpora una mora mensual incremental del 0.3% durante el Periodo de Colocación, la cual sería la máxima mora que soportaría la Emisión antes de alcanzar el índice de morosidad de 7.0%. A partir del mes 22, ya se incorpora una mora mensual incremental del 4.7%, la cual es el máximo nivel de mora mensual con la que se podría aún continuar con el pago de las obligaciones en tiempo y forma. Es así que, en línea a lo anterior, se alcanza una Mora Máxima de 40.7%, lo cual al ser comparado con una Tasa de Incumplimiento Histórica del 7.9%, se obtiene una VTI de 5.2x. La disminución de la VTI en comparación al análisis anterior se basa en la incorporación de la tasa de prepagos histórica del sector, de 14.0% multiplicada por un factor de estrés de 2.5x.

**Gráfica 8. Cobranza Estrés vs. Cobranza Esperada (P\$m) vs. Mora Máxima**



Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

## Escenario Base

El escenario base planteado por HR Ratings busca determinar el comportamiento esperado de la Emisión ante condiciones macroeconómicas favorables, además de buscar reflejar un comportamiento de la cartera cedida en línea con su desempeño histórico. A continuación, se mencionan los principales supuestos incorporados en el escenario base:

- Se mantienen los supuestos respecto a las características generales de la Emisión incorporados en el escenario de estrés, incluyendo los niveles de Aforo, las Cuentas del Fideicomiso, y la cascada de pagos.
- Mora mensual incremental de 0.0% durante el Periodo de Revolvencia, y de 0.8% a partir del Periodo de Amortización Objetivo, con lo que la MM de la Emisión alcanzaría el nivel de 7.9% observado en la TIH (vs. 0.3% y 4.7% en el escenario de estrés).
- Sobretasa de la Emisión de 295 puntos base. Asimismo, se incorporó una curva de tasas consistente con nuestras expectativas bajo un escenario económico base. Con ello, se obtendrá una tasa de interés promedio de la Emisión de 10.6% (vs. 11.6% en el escenario de estrés).
- Tasa de prepagos de 14.0%, consistente con el promedio histórico del sector.
- Plazo de la cartera cedida en la revolvencia de 38.0 meses, y tasa de interés de 5.4% mensual sobre saldos globales, de acuerdo con las características de la cartera inicial a ser cedida (vs. 38.0 meses y 1.5% en el escenario de estrés).

Considerando los supuestos de un escenario base, se esperaría un mejor desempeño de la cartera y por tanto un mayor flujo de cobranza recibido durante la vigencia de la Emisión, con lo que se cumplirían la totalidad de las amortizaciones objetivo en el Periodo de Amortización Objetivo, cumpliendo con la amortización total en el mes 33.

Durante la vida de la Emisión se obtendrían ingresos por P\$5,391m, además de P\$29.7m de efectivo depositados en las cuentas del Fideicomiso, con los principales recursos provenientes de la cobranza de capital e intereses de la cartera cedida. Asimismo, los egresos totales del Fideicomiso se ubicarían en un nivel de P\$5,617m, monto igual a los recursos totales de la Emisión. Dichos recursos serían utilizados principalmente para la adquisición de Derechos de Cobro durante el Periodo de Colocación, además de liberaciones al Fideicomitente. Asimismo, se tendrían las amortizaciones programadas de principal durante el Periodo de Amortización Objetivo, en donde se mantendrían las compras de cartera y las liberaciones. Finalmente, se tendría un remanente de cobranza de P\$1,572m, mismo que sería liberado al Fideicomitente al final de la vigencia de la Emisión.

Tabla 6. Flujo de Efectivo (P\$m)	Periodo de Colocación	Periodo de Amortización Objetivo	Periodo de Pass-Through	Periodo Total
Meses Considerados	5 al 21	22 al 33	34 al 48	5 al 48
<b>Cobranza Esperada</b>	2,059.2	1,998.7	2,138.8	6,196.7
Cobranza Capital	923.5	810.1	861.0	2,594.6
Cobranza Interés	1,135.7	1,188.6	1,277.8	3,602.1
<b>Cobranza Esperada Prepagos</b>	2,059.2	1,998.7	1,419.0	5,476.9
Cobranza Capital	923.5	810.1	556.0	2,289.6
Cobranza Interés	1,135.7	1,188.6	863.0	3,187.3
Prepagos	97.6	119.5	87.9	305.0
<b>Cobranza no Realizada por Mora</b>	0.0	102.6	190.8	293.4
Cobranza Capital	0.0	38.4	68.7	107.1
Cobranza Interés	0.0	58.2	111.2	169.4
Prepagos	0.0	6.0	10.9	17.0
<b>Cobranza Real</b>	2,059.2	2,015.6	1,316.0	5,390.9
Cobranza Capital	923.5	771.7	487.3	2,182.5
Cobranza Interés	1,135.7	1,130.4	751.8	3,017.9
Prepagos	97.6	113.5	76.9	288.0
+ Intereses de Fondos	6.1	7.4	85.6	99.0
+ Saldo Inicial Fondo General	3.0	103.0	168.5	3.0
+ Constitución (Saldo) Inicial de Fondos	26.7	101.2	2.0	26.7
+ Efectivo Inicial para Aforo	0.0	0.0	0.0	0.0
- Efectivo Final para Aforo de la RNC	0.0	0.0	0.0	0.0
- Saldo Final Fondos	101.2	2.0	0.0	0.0
- Saldo Final Fondo General	103.0	168.5	1,572.0	1,572.0
- Gastos de Mantenimiento	7.3	4.5	0.0	11.8
- Gastos de Intereses	152.7	54.5	0.0	207.2
- Recompra Cartera con FG	935.0	440.0	0.0	1,375.0
- Recompra Cartera con FNDC	0.0	0.0	0.0	0.0
- Liberaciones	893.5	557.8	0.0	1,451.2
- Amortización	0.0	1,000.0	0.0	1,000.0
- Remanentes	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>TOTAL</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>

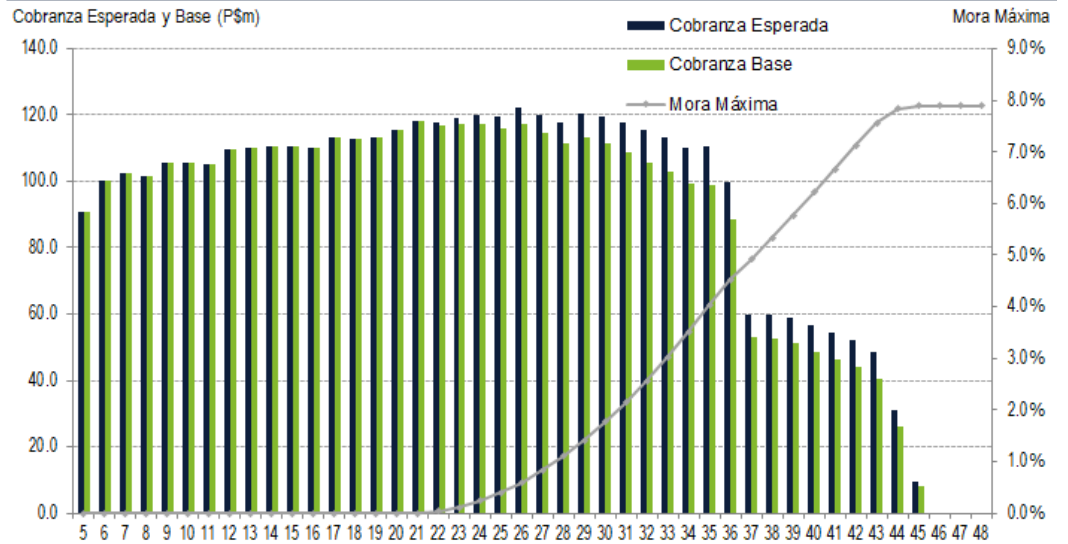
Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario base.

\*FG: Fondo General.

En el escenario base se incorporó una mora mensual de 0.0% en el Periodo de Colocación, ya que se considera que el Fideicomitente podrá realizar cesiones adicionales de cartera para mantener el nivel de aforo. Mientras que, para el periodo

restante, se aplica una mora mensual incremental de 0.7% a partir del periodo 22, con lo que la Mora Máxima asciende al mismo nivel que la TIH de 7.9% resultando en una VTI de 1.0x.

**Gráfica 9. Cobranza Base vs. Cobranza Esperada (P\$m) vs. Mora Máxima**



Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario base.



## Anexo – Descripción de la Transacción

A continuación, se detallan las principales cláusulas legales y características de la transacción FIMUBCB 19:

### Controles y Riesgos Operativos

1. El Fiduciario deberá hacer entrega de manera mensual una copia de los estados de cuenta del Fideicomiso a las partes involucradas en la transacción, así como los estados de cuenta de las inversiones permitidas;
2. Anualmente, el Fiduciario deberá entregar un reporte a las partes que contenga la situación financiera del Fideicomiso, y dicho reporte deberá estar auditado por el Auditor Externo;
3. El Administrador Maestro reportará mensualmente al Fiduciario, al Comité Técnico, a las Agencias Calificadoras, al Representante Común y al Fideicomitente el Reporte de Administrador que deberá incluir la información requerida en el Anexo T;
4. Adicional a la notificación de transmisión a los acreditados, Fimubac deberá notificar a las dependencias que realizan el descuento vía nómina de la transmisión en un plazo de 20 días hábiles; posteriormente, las dependencias deberán realizar los depósitos de la cobranza a las cuentas del Fideicomiso Maestro de Cobranza;
5. En un plazo de 20 días hábiles posterior a la celebración del Contrato de Factoraje, se deberá hacer entrega de una copia de las Instrucciones a los fiduciarios de los fideicomisos de segundo piso en donde se acredite que el fiduciario ha sido notificado, y que éste ha instruido al fideicomiso de segundo piso realizar todos los depósitos de cobranza en la cuenta de ingresos del Fideicomiso Emisión, o en las Cuentas del Fideicomiso Maestro de Cobranza;

### Requisitos de Elegibilidad

1. Los contratos cedidos deberán tener un historial de pago de al menos 1 mes;
2. Cada acreditado tendrá un límite de concentración de 2.5% sobre el Patrimonio del Fideicomiso;
3. Los créditos elegibles deberán estar vigentes, es decir, con atrasos menores a 90 días;
4. La notificación a los deudores de la transmisión de los Derechos al Cobro deberá realizarse en un plazo de 20 días hábiles a partir de su fecha de transmisión al Fideicomiso;
5. La transmisión de los créditos al Fideicomiso deberá ser inscrita en el RUG en un plazo de 30 días hábiles a partir de que se haya distribuido la Lista Periódica con los créditos correspondientes;

6. Cada dependencia no podrá representar más de 10.0% del Patrimonio del Fideicomiso, considerando el acumulado de todos los acreditados cuyo pago son retenidos en una misma dependencia;
7. Los créditos de nómina directa que sean originados por un Socio Comercial en particular no podrán representar más de 15.0% del Patrimonio del Fideicomiso;
8. La Tasa Interna de Retorno (TIR) de la cartera de crédito de descuento vía nómina sea de al menos 60.0%;
9. Los créditos originados por Originadores de Fimubac y fondeados bajo un esquema de segundo piso cuentan con un límite de concentración de 15.0% por Socio Comercial sobre Patrimonio del Fideicomiso;

### Eventos de Amortización Anticipada

- a) El retraso o incumplimiento por parte del Administrador Maestro que no sea subsanado en un periodo de tres meses como máximo;
- b) En caso de que se instituya un procedimiento que declare al Fideicomitente, ya sea por un tercero, o por el mismo Fideicomitente en quiebra o concurso mercantil, con un plazo de 150 días para que éste pueda ser declarado como improcedente;
- c) En caso de que los Contratos de Fideicomiso y Factoraje no hayan sido inscritos en el RUG en un periodo de 30 días hábiles posteriores a la fecha de la Emisión;
- d) En caso de que el aforo se ubique por debajo del Aforo Mínimo durante 21 días consecutivos durante el Periodo de Revolvencia, y éste no sea reestablecido por el Fideicomitente;
- e) En caso de que el producto de dividir la cartera cedida vigente, entre el Aforo de la Emisión por el Saldo Insoluto de los CEBURS Fiduciarios sea menor a 93.0% durante tres semanas consecutivas.

### Eventos de Incumplimiento

- I. El impago puntual y total del principal exigible de los CEBURS Fiduciarios al momento del vencimiento legal de la Emisión, al final del mes 48.
- II. El impago de intereses ordinarios después de 3 días hábiles de la Fecha de Pago programada.

### Opinión Legal

La opinión legal para la Emisión fue elaborada por el despacho Greenberg Traurig, S.C.; en su dictamen, el despacho legal establece que los documentos de la transacción constituyen obligaciones legales, válidas, vinculantes y oponibles ante terceros. De igual forma, se establece que existirá una transmisión válida al Patrimonio



**Credit  
Rating  
Agency**

# **FIMUBCB 19**

**CEBURS Fiduciarios**

**Fimubac, S.A. de C.V., SOFOM, E.N.R**

# **HR AAA (E)**

**Instituciones Financieras  
12 de noviembre de 2019**

del Fideicomiso, además de ser oponible ante terceros asumiendo que los Derechos al Cobro sean inscritos en el RUG.

## Glosario de ABS

**Aforo.** (Valor Nominal de los Derechos al Cobro Elegibles + Valor Nominal de los Derechos Fideicomisarios Elegibles + Efectivo Fideicomitado – Fondo de Pagos Mensuales) / SI de los CEBURS Fiduciarios.

**Mora Máxima (MM).** (Cobranza no Realizada por Mora de Capital Total + Cobranza no Realizada por Mora de Prepagos Total) / (Cobranza Esperada de Capital y Prepagos en el Periodo de Amortización Objetivo + Cobranza Esperada de Capital y Prepagos en el Periodo de Pass-Through + Cobranza no Realizada por Mora de Capital y Prepagos en el Periodo de Colocación).

**Tasa de Incumplimiento Histórica (TIH).** Promedio del Incumplimiento de las Cosechas Maduras, ponderado por la Originación de Cada Cosecha.

**Veces Tasa de Incumplimiento (VTI).** Mora Máxima / Tasa de Incumplimiento Histórica

## HR Ratings Contactos Dirección

### Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

#### Presidente del Consejo de Administración

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

#### Director General

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

#### Vicepresidente del Consejo de Administración

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

### Análisis

#### Dirección General de Análisis

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

#### Finanzas Públicas / Infraestructura

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

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

#### Instituciones Financieras / ABS

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

#### Dirección General Adjunta de Análisis

Pedro Latapí +52 55 8647 3845  
pedro.latapi@hrratings.com

#### Deuda Corporativa / ABS

Hatsutaro Takahashi +52 55 1500 3146  
hatsutaro.takahashi@hrratings.com

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

#### Metodologías

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

### Regulación

#### Dirección General de Riesgos

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

#### Dirección General de Cumplimiento

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

### Negocios

#### Dirección General de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134  
francisco.valle@hrratings.com



Credit  
Rating  
Agency

# FIMUBCB 19

## CEBURS Fiduciarios

### Fimubac, S.A. de C.V., SOFOM, E.N.R

# HR AAA (E)

Instituciones Financieras  
12 de noviembre de 2019

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

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

**Criterios Generales Metodológicos (México), Mayo 2019**

**Metodología de Calificación para la Emisión de Deuda Respalhada por Flujos Generados por un Conjunto de Activos Financieros (México), Marzo 2019**

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar <https://www.hrratings.com/es/methodology>

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

Calificación anterior	HR AAA (E) / Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	26 de julio de 2019
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero 2014 a Septiembre 2019
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera, legal y de cosechas proporcionada por el Agente Estructurador y por el Fideicomitente
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación de riesgo de contraparte de largo plazo de 'mxAAA'(mex) con Perspectiva Estable otorgada por Standard & Poor's el 4 de marzo de 2019 a Scotiabank Inverlat.
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)	La calificación ya incorpora dicho factor de riesgo

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

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

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, 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 calificadoradora [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

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