

Calificación

TFOVIS 14-3U HR AAA (E)

Perspectiva Estable

Contactos

Angel García

Analista
angel.garcia@hrratings.com

Fernando Sandoval

Asociado
fernando.sandoval@hrratings.com

Pedro Latapí, CFA

Director Adjunto de Operaciones
pedro.latapi@hrratings.com

Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings.

Características de los Certificados Bursátiles Fiduciarios	
Clave de Pizarra	TFOVIS 14-3U
Monto	Hasta 984,759,800.0 UDI's
Servicio de Deuda	Mensual
Tasa de Interés	Fija por Definir
Tasa de Interés Utilizada por HR Ratings	4.65% Fija
Garantía	23.2% sobre el Saldo Insoluto de los CEBURS Fiduciarios
No. Fideicomiso	F/310158
Fideicomiso y Administrador	Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado
Administrador Maestro	Administradora de Activos Financieros, S.A. (ACFIN)
Fiduciario	HSBC México, S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC, División Fiduciaria
Representante Común	Deutsche Bank México, S.A. Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria

Fuente: HR Ratings con información de la documentación legal de la Emisión.

Definición

La calificación de largo plazo que determina HR Ratings para la Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra TFOVIS 14-3U es HR AAA (E) con Perspectiva Estable. La calificación asignada, en escala local, significa que la Emisión se considera de la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de las obligaciones de deuda. Mantiene mínimo riesgo crediticio.

HR Ratings asignó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para la Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra TFOVIS 14-3U, con garantía a ser otorgada por SHF.

Los Certificados Bursátiles Fiduciarios (CEBURS Fiduciarios) con clave de pizarra TFOVIS 14-3U (la Emisión) se pretenden realizar por un monto de hasta 984,759,800.0 Unidades de Inversión (UDIs), equivalente a P\$5,179.7 millones (m), con garantía a ser otorgada por Sociedad Hipotecaria Federal (SHF). La Emisión estará respaldada por créditos hipotecarios cedidos y originados por el Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado a través de su Fondo de la Vivienda (FOVISSSTE y/o la Empresa) por un monto de 2,944,306.3 Veces Salario Mínimo (VSM), equivalentes a P\$6,022.9m. Los CEBURS Fiduciarios serán emitidos por el fideicomiso emisor F/310158 (el Fideicomiso) constituido por el FOVISSSTE en su carácter de originador y administrador del portafolio de créditos hipotecarios y HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC, División Fiduciaria como fiduciario del fideicomiso emisor (HSBC).

La calificación asignada por HR Ratings se basa en el nivel de morosidad acumulada que la Emisión soporta bajo un escenario de estrés y a través de lo cual alcanza a cubrir los pagos de principal e interés en todo periodo, siendo de 31.4%, comparado con el vintage ponderada de la cartera originada por parte de la Empresa, equivalente a 6.8%. Todo ello debido al aforo que mantiene al momento de emisión, así como por la garantía otorgada por SHF. **Sin embargo, la calificación se encuentra sujeta a la relación de cartera a ceder inicialmente por el FOVISSSTE y a las condiciones y términos presentados en los contratos proporcionados a HR Ratings. Debido a ello, cualquier modificación a los mismos podría significar un cambio sobre la calificación asignada.**

Algunos de los aspectos más importantes sobre los que se basa la calificación son:

- Resultados de nuestro modelo de flujo de efectivo, los cuales muestran que la Emisión soporta una mora máxima de 31.4%, equivalente a 3,384.4 contratos hipotecarios con un saldo promedio ponderado de P\$0.6m cada uno, en comparación con un vintage promedio ponderado de 6.8%. Es importante mencionar que dicho escenario incorpora el uso de un equivalente de 195,709,612.3 UDIs por parte de la garantía otorgada por SHF para realizar amortizaciones anticipadas de capital.
- Estructura de la Emisión contempla un nivel de sobrecolateral o aforo de 14.0%, calculado como 1 (uno) menos el resultado de dividir el saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios en la fecha de emisión entre el saldo insoluto de derechos de crédito a la fecha de corte.
- Garantía otorgada por SHF por el 23.2% del saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios. Dicha garantía se utilizará cuando la cobranza sea insuficiente para el pago de intereses o cuando la cartera vigente sea menor al saldo Insoluto de los CEBURS Fiduciarios. Para ser efecto de dicha garantía, se hará uso de un Fideicomiso de Repago, el cual se asume que cuenta con los recursos suficientes dada la adecuada calidad de cartera con la que cuenta para hacer frente a la restitución de la garantía. Asimismo, se considera la calificación de SHF, la cual es equivalente a HR AAA.
- Mecanismo de descuento vía nómina mediante el cual se elimina el riesgo de voluntad de pago.
- Promedio ponderado del crédito sobre el valor de la vivienda actual (LTV por sus siglas en inglés), el cual a la fecha de corte es de 60.4%; la edad promedio de los acreditados de 41.7 años y el promedio ponderado del plazo transcurrido desde la originación es de 26.5 meses.
- Criterios de elegibilidad previamente establecidos, mismos que exhiben un nivel de madurez adecuado para el portafolio y adecuada distribución tanto geográfica como por dependencia de gobierno.
- Calidad de la originación y administración del FOVISSSTE, el cual mantiene una calificación como Administrador de "Superior al Promedio" por otra agencia calificadoradora.
- Calidad de administración del administrador maestro, Administradora de Activos Financieros, S.A. (ACFIN), el cual mantiene una calificación de Administrador Maestro equivalente a HR AM2-otorgada por otra agencia calificadoradora.
- Seguro contra daños materiales contratado por el FOVISSSTE, con la empresa Grupo Mexicano de Seguros, S.A. de C.V. (la Aseguradora).

Principales Factores Considerados

La emisión con clave de pizarra TFOVIS 14-3U (la Emisión) corresponde a la bursatilización de los flujos de efectivo a generarse de un portafolio de créditos hipotecarios previamente seleccionado por el Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado a través de su Fondo de la Vivienda (FOVISSSTE y/o el Instituto). En este sentido, los flujos de efectivo constituyen la principal fuente de pago de los CEBURS Fiduciarios, aunado a los recursos que integren el patrimonio fideicomitado, y estará integrado por aquellos bienes, derechos, valores y efectivo que formen parte del mismo. Los créditos hipotecarios de donde deriven los flujos de efectivo han sido originados y administrados por el FOVISSSTE, quien mantendrá la administración de los mismos durante la vigencia de la emisión de los CEBURS Fiduciarios. Esta Emisión cuenta con garantía parcial a ser otorgada por Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), hasta por un monto total de 984,759,800.0 UDIs, equivalente a P\$5,179.7m. Dicha garantía equivale al 23.2% del saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios. Asimismo, la Emisión estará respaldada por créditos hipotecarios cedidos y originados por el FOVISSSTE por un monto de 2,944,306.3 VSM, equivalentes a P\$6,022.9m. Los CEBURS Fiduciarios serán emitidos por el fideicomiso emisor (el Fideicomiso) constituido por el FOVISSSTE en su carácter de originador y administrador del portafolio de créditos hipotecarios y HSBC como fiduciario del fideicomiso emisor.

En cuanto a la composición de la cartera a ser cedida por al Fideicomiso, se aprecia que dichos créditos fueron originados entre los años 2002 y 2014, siendo el año con mayor participación dentro de la cartera a ser cedida el 2013, ya que este año representa el 61.8% del saldo insoluto total de la cartera. Adicionalmente, todos los créditos hipotecarios presentan un plazo original de 360.0 meses. Sin embargo, al 31 de octubre de 2014, fecha de corte de la cartera a ser cedida, el plazo remanente promedio ponderado del portafolio era de 333.5 meses, donde el plazo remanente mínimo es de 217 meses y el plazo remanente máximo es de 353 meses. En línea con lo anterior, el 84.3% del saldo insoluto de la cartera a ser cedida al Fideicomiso presenta un plazo reamente igual o mayor a 321 meses, mientras que el 15.7% restante, presenta un plazo remanente menor a 321 meses. De tal manera, el rango con mayor participación abarca de entre 321 a 360 meses con 9,359 créditos, siendo el 84.3% del saldo insoluto del portafolio a ser cedido. Dicha situación refleja poca madurez en el portafolio a ser cedido. Con respecto a la madurez promedio ponderada presentada por la cartera, esta se situó en 26.5 meses, donde el crédito con una menor antigüedad o madurez de 7 meses, mientras que el crédito más antiguo tiene una madurez de 143 meses. Cabe mencionar que, todos los créditos cedidos cuentan con una antigüedad mínima de medio año, mientras que en promedio cuentan con una antigüedad de más de 2.2 años. Por otro lado, el portafolio de créditos a ser cedido se encontraba distribuido en 27 de las 32 entidades federativas del país. De estas 27 entidades federativas, las primeras cinco concentran el 54.6% del saldo insoluto total de la cartera, siendo las principales de ellas, el Distrito Federal con el 19.9% del saldo insoluto de la cartera y el Estado de México con el 14.9%. Seguido de estas entidades, se encuentran las entidades de Morelos con el 10.1%, Hidalgo con el 5.2% y, por último, Yucatán con el 4.5%. Cabe mencionar que a pesar de concentrar el 54.6% del saldo insoluto del portafolio a ser cedido, este cuenta con una adecuada distribución entre las entidades que conforman la cartera. En cuanto a la distribución del saldo insoluto por LTV, se observa que dicho portafolio presenta un LTV promedio ponderado de 60.4%, siendo el valor máximo de LTV exhibido por el portafolio de 77.8%. A consideración de HR Ratings, dicha composición de LTV se mantiene en niveles adecuados para el desempeño de la Emisión.

De acuerdo a lo anterior, HR Ratings llevó a cabo el análisis y la elaboración del modelo de flujo de efectivo, a fin de determinar el monto máximo de incumplimiento que soporta la estructura, sin caer en incumplimiento en sus obligaciones. Con ello, se busca analizar el comportamiento de la Emisión bajo condiciones económicas adversas. Derivado de ello, se alcanzó una tasa moratoria mensual máxima de 0.2% para dar una tasa moratoria acumulada total de hasta 31.4%, sobre el total cobranza esperada de la cartera cedida. Dentro del escenario de estrés de HR Ratings, el Fideicomiso utiliza 195,706,612.3 UDIs de la garantía de SHF para realizar amortizaciones anticipadas de capital, de la garantía otorgada por la SHF. Dicha garantía equivale al 23.2% sobre el saldo insoluto de la Emisión, que se restituye de manera indefinida mediante los recursos obtenidos del Fideicomiso de Repago. De tal manera que, bajo este escenario, se aprecia como la Emisión amortiza al 100.0% del saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios en el mes 354, seis periodos antes de la fecha de vencimiento legal de la Emisión. Dicha situación se debe a la composición del portafolio cedido, ya que, el crédito con mayor plazo remanente corresponde a 353 meses. De esta manera, el periodo 354 es el último periodo que la Emisión recibe flujos provenientes de la cobranza, por lo que en el periodo inmediatamente posterior a este, la Emisión tendría que realizar la amortización total anticipada de los CEBURS Fiduciarios. Asimismo, es importante mencionar que dicha Emisión cuenta con un aforo de 1.14x y una garantía parcial del 23.2% del saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios. Asimismo, se considera la calificación de SHF, la cual es equivalente a HR AAA, en escala local. Por otro lado, se mantiene la adecuada capacidad del FOVISSSTE en la originación, administración, seguimiento y cobranza de la cartera a través de las diferentes dependencias que integran a dicho fondo. Por último, cabe mencionar que esta Emisión cuenta con la participación de un administrador maestro independiente con amplia experiencia en revisión, supervisión y administración de carteras hipotecarias.

Descripción de la Transacción

La emisión con clave de pizarra TFOVIS 14-3U corresponde a la bursatilización de los flujos de efectivo a generarse de un portafolio de créditos hipotecarios previamente seleccionado por el Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado a través de su Fondo de la Vivienda (FOVISSSTE y/o la Empresa). En este sentido, los flujos de efectivo constituyen la principal fuente de pago de los CEBURS Fiduciarios, aunado a los recursos que integren el patrimonio fideicomitado, y estará integrado por aquellos bienes, derechos, valores y efectivo que formen parte del mismo. Los créditos hipotecarios de donde deriven los flujos de efectivo han sido originados y administrados por el FOVISSSTE, quien mantendrá la administración de los mismos durante la vigencia de la emisión de los CEBURS Fiduciarios. La amortización de los CEBURS Fiduciarios dependerá directamente del comportamiento de pagos que realicen los acreditados en el futuro. Es decir, si los acreditados no mantienen un comportamiento de pago similar al que han tenido en el pasado, presentando atrasos en sus pagos, los CEBURS Fiduciarios se amortizarán en forma más lenta. Por otro lado si los acreditados incrementan el monto de pagos anticipados de principal bajo sus créditos hipotecarios, la Emisión se amortizará de manera más rápida. El propósito del Programa de Certificados Bursátiles Fiduciarios es el de realizar la bursatilización de los derechos de cobro, para que con el cien por ciento de los recursos netos producto de la cesión de los derechos de crédito, el FOVISSSTE los utilice para otorgar nuevos créditos, con garantía hipotecaria a más trabajadores que coticen en el ISSSTE.

Opinión Legal

La opinión legal sobre la estructura con clave de pizarra TFOVIS 14-3U fue realizada por el despacho Chadbourne & Parke, S.C. Los abogados consultados por HR Ratings, después de haber leído la documentación proporcionada por el Agente Estructurador de la Emisión, manifestaron:

1. Una vez suscritos en los términos verificados e indicados en esta opinión, el Contrato de Fideicomiso, el Contrato de Cesión y el Contrato GPO constituirán obligaciones válidas y jurídicamente exigibles para las partes que los celebrarán de conformidad con sus términos.
2. En tanto el Contrato de Cesión se celebre mediante escritura pública, la transmisión de los derechos de cobro de los créditos hipotecarios al patrimonio del fideicomiso será válida y oponible a terceros.
3. En consecuencia de lo anterior, el patrimonio del fideicomiso será distinto e independiente del patrimonio del Fiduciario Emisor y de FOVISSSTE.
4. Una vez suscritos en los términos verificados e indicados en esta opinión, el Contrato de Administración y el Contrato de Administración Maestra constituirán obligaciones válidas y jurídicamente exigibles para las partes que los celebrarán de conformidad con sus términos.
5. Una vez suscrito en los términos verificados e indicados en esta opinión, el Macrotítulo constituirá una obligación válida y jurídicamente exigible para el Fiduciario.

Perfil del FOVISSSTE

El FOVISSSTE es un órgano desconcentrado ISSSTE creado en 1972, con la finalidad de administrar las aportaciones de las dependencias y entidades públicas, afiliadas al mismo, constituidas para otorgar créditos para la adquisición, reparación, ampliación o mejoramiento de viviendas a los trabajadores del Estado. El FOVISSSTE cuenta con diversas fuentes de financiamiento que le permiten llevar a cabo el fondeo de los créditos hipotecarios a los trabajadores afiliados. Principalmente, las fuentes de fondeo consisten en las aportaciones del 5.0% del salario base de los trabajadores que efectúan las Dependencias y Entidades y los descuentos sobre nómina como mecanismo para la recuperación de los créditos hipotecarios. Actualmente el FOVISSSTE cuenta con varios productos de crédito hipotecario como: Tradicional, Con Subsidio, Pensiona2, Conyugal FOVISSSTE-INFONAVIT, Alias2, Respalda2, entre otros. El producto Tradicional del FOVISSSTE es un financiamiento que consiste en créditos individuales asignados mediante sorteo, para la adquisición de vivienda nueva o usada, redención de pasivos hipotecarios, construcción en terreno propio, ampliación de vivienda y reparación o mejoramiento de vivienda y construcción común en terreno propio, incluyendo la modalidad de créditos mancomunados con cónyuges, concubina o concubinario, en su caso.

Glosario

Aforo: 1- (Saldo Insoluto de los CEBURS Fiduciarios / Cartera con menos de 90 días de atraso).

Cartera Total: Cartera Vigente + Cartera Vencida.

Cartera al Corriente: Cartera con cero días de atraso.

Cartera Vigente: Cartera con hasta 90 días de atraso.

Cartera Vencida: Cartera Total – Cartera Vigente.

Índice de Morosidad a más de 90 días: Cartera con más de 90 días de atraso / Cartera Total.

Índice de Morosidad a más de 180 días: Cartera Vencida con más de 180 días de atraso / Cartera Total.

HR Ratings Alta Dirección

Dirección General

Presidente y Director General

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

Director General Adjunto

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

Dirección General de Operaciones

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3145
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Pedro Latapí +52 55 1253 6532
pedro.latapi@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

U.S. Public Finance

Julie García Seebach +52 55 1500 3130
julie.seebach@hrratings.com

Deuda Corporativa/ ABS

Luis Quintero +52 55 1500 3146
luis.quintero@hrratings.com

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

Instituciones Financieras / ABS

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

Regulación

Dirección General de Riesgo

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

Dirección General de Cumplimiento

Claudia Ramírez +52 55 1500 0761
claudia.ramirez@hrratings.com

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

Carlos Frías +52 55 1500 3134
carlos.frias@hrratings.com

Dirección de Atención a Inversionistas

Jorge B. González +52 55 1253 6547
jorge.gonzalez@hrratings.com



Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, CP 01210, México, D.F. Tel 52 (55) 1500 3130

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:

Metodología de Calificación para la Emisión de Deuda Respalada por los Flujos Futuros Generados de un Conjunto de Cuentas por Cobrar (México), Mayo 2009

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/es/metodologia.aspx

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	Inicial
Fecha de última acción de calificación	Inicial
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	enero de 2002 a septiembre de 2014
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Agente Estructurador
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación de Administrador de Activos Financieros de SQ2- otorgada por Moody's el 21 de abril de 2014 Calificación de Contraparte de Largo Plazo de mxAAA y de Corto Plazo mxA-1+ otorgada al FOVISSSTE por Standard & Poor's el 11 de octubre de 2013 Calificación de Contraparte de Largo Plazo de mxAAA y de Corto Plazo mxA-1+ otorgada a SHF por Standard & Poor's el 5 de junio de 2014. Calificación de Contraparte de Largo Plazo de AAA (mex) y de Corto Plazo de F1+ (mex) otorgada a SHF por Fitch Ratings el 9 de mayo de 2014.
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

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

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 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.

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 o emitidas 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, a la 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, 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 USD1,000 a USD1,000,000 (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 USD5,000 y USD2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).