



Credit
Rating
Agency

A NRSRO Rating*

Estado de Tamaulipas

Crédito Bancario Estructurado
BANORTE (P\$5,859.5m, 2011)

HR AA (E)

Finanzas Públicas
27 de noviembre de 2014

Calificación

CBE Tamaulipas
Perspectiva

HR AA (E)
Estable

Contactos

Ana Cecilia Fernández de Lara
Asociada de Finanzas Públicas
anacecilia.fernandez@hrratings.com

Roberto Ballínez
Director Ejecutivo de Finanzas Públicas/
Infraestructura
roberto.ballinez@hrratings.com

Ricardo Gallegos
Director Ejecutivo Senior de Finanzas
Públicas/ Infraestructura
ricardo.gallegos@hrratings.com

Monto de endeudamiento total autorizado	P\$6,000.0m
Fideicomitente y Fideicomisario en Segundo Lugar	El Estado de Tamaulipas
Fiduciario	Banco InveX, S.A., Institución de Banca Múltiple, INVEX Grupo Financiero
Fideicomisario en Primer Lugar	Banco Mercantil del Norte, S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte
Vehículo legal	Fideicomiso Irrevocable de Administración y Pago No. 904
Fuente de pago	100% del ISN que le corresponde al Estado de Tamaulipas
Monto del CBE	P\$5,859.5m
Denominación	Pesos mexicanos
Tasa de interés ordinaria	TIE28 y sobretasa*
Tasa de interés moratoria	1.5x la tasa de interés ordinaria vigente aplicable
Pago de intereses	mensual
Pago de capital	mensual
Amortización	mensual, consecutivo y creciente
Plazo	18 años
Fondo de reserva	Contará con recursos equivalentes a 3 meses siguientes de pago de capital e intereses
Porcentaje asignado de la fuente primaria de pago	75.0% del ISN que le corresponde al Estado de Tamaulipas
Cobertura de tasa	SWAP por un periodo de 3 años
Destino	Inversión Pública
Fecha de vencimiento	Hasta Octubre de 2029

* La sobretasa dependerá de la calificación de la estructura
Fuente: HR Ratings

Definición

La calificación que asignó HR Ratings, al Crédito Bancario Estructurado, celebrado al amparo del Fideicomiso No. 904 entre el Estado de Tamaulipas y Banorte es HR AA (E), con Perspectiva Estable. El crédito bancario estructurado con ésta calificación, en escala local, se considera con alta calidad crediticia y ofrece gran seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Asimismo mantiene muy bajo riesgo crediticio ante cambios económicos y financieros adversos.

HR Ratings asignó la calificación crediticia de HR AA (E), con Perspectiva Estable, para el Crédito Bancario Estructurado contratado por el Estado de Tamaulipas (Tamaulipas y/o el Estado) con Banco Mercantil del Norte, S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte y/o el Banco)

La apertura de dicho crédito se realizó al amparo del Fideicomiso Irrevocable de Administración y Pago No. 904. El cual tiene como fuente de ingreso la afectación del 100.0% del Impuesto Sobre Nómina (ISN) y el porcentaje asignado para el pago del crédito corresponde al 75.0% del total del ISN. La fecha de vencimiento legal del crédito es Octubre de 2029.

La asignación de la calificación de HR AA (E) es resultado, principalmente, del análisis de los flujos futuros de la estructura estimados por HR Ratings bajo escenarios de estrés cíclico y estrés crítico. Este último estrés arroja una Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de 76.1%, con la cual se obtuvo la calificación inicial de la estructura, misma que no obtuvo ningún ajuste negativo y corresponde a la calificación final. En cuanto a la calificación quirografaria, el Estado de Tamaulipas se encuentra en HR A+, con Perspectiva Estable, por lo tanto, al estar por arriba de HR BB+, de acuerdo con nuestra metodología, no representó un ajuste en la calificación inicial. Asimismo, con base en el dictamen elaborado por el despacho externo e independiente de abogados, la estructura recibió una opinión legal "satisfactoria".

El mes de mayor debilidad, de acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, es marzo de 2016 con una razón de cobertura del servicio de la deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) esperada de 2.5x (veces) en el escenario de estrés cíclico. El periodo de estrés crítico, correspondiente a ese mes, arroja una TOE de 76.1%. Esto indica que los ingresos del ISN asignados al crédito podrían disminuir 76.1% adicional respecto a los flujos en un escenario de estrés cíclico y seguir cumpliendo con las obligaciones de pago del crédito. De acuerdo con nuestra metodología de calificación, el cálculo de la TOE supone el uso de las reservas de tal manera que se podría garantizar su reconstitución posterior al periodo crítico.

Algunos eventos y variables clave consideradas para la asignación de la calificación fueron los siguientes:

- **En un escenario de estrés la DSCR promedio mensual esperada para 2014 sería de 5.0x bajo un escenario base, mientras que bajo un escenario de estrés, la DSCR esperada para 2015 y 2016 sería de 3.5x y 3.2x, respectivamente.** La mínima anual sería en 2016 y la DSCR promedio para los próximos 5 años, de 2015 a 2019, sería de 3.5x.
- **Mediante el decreto No. 708 publicado en el Periódico Oficial del Estado en junio de 2009 se autorizó la contratación de uno o varios financiamientos hasta por la cantidad de P\$6,000.0 millones (m) por un plazo máximo de 30 años.** El Estado realizó dos disposiciones, la primera fue el 13 de octubre de 2009 por un monto de P\$4,500.0m y la segunda en marzo de 2010 por P\$1,500.0m.
- **El 4 de mayo de 2011 se firmaron convenios de re expresión a todos los documentos de la operación originalmente firmados en octubre de 2009.** El adeudo reconocido por para la primera disposición fue de P\$4,464.6m y para la segunda de P\$1,488.2m, quedando un total de P\$5,952.8m. Posteriormente, el 27 de octubre de 2014 se firmó un tercer convenio modificatorio al contrato de Fideicomiso y de crédito, modificando principalmente el perfil de pagos de trimestral a mensual, la tabla de sobretasas y la sustitución de pagarés. El saldo reconocido a noviembre de 2014 es por P\$5,859.5m.
- **El pago de capital es mensual consecutivo y creciente a una tasa de 1.25%.** A partir del tercer convenio modificatorio y la sustitución de pagarés, el primer pago de capital se realizaría en noviembre de 2014 y el último en septiembre de 2029.
- **La fecha de pago de intereses coincide con la fecha de pago de capital.** Los intereses se calculan con base a la suma de la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIE) a 28 días, más una sobretasa que estará en función de la calificación de mayor riesgo que obtenga la estructura. La tasa de interés moratoria será equivalente a lo que resulte de multiplicar por 1.5x la tasa de interés ordinaria vigente aplicable.
- **El Estado está obligado a la contratación de una operación derivada, ya sea SWAP o CAP.** Actualmente, el Estado cuenta con un contrato de intercambio de tasas (SWAP) vigente por 3 años a un nivel de 4.6%. El contrato tiene como fecha de vencimiento octubre de 2017. Dicho instrumento deberá renovarse por periodos similares 3 meses antes de su vencimiento. La contraparte es Banorte y la calificación de largo plazo es HR AAA con Perspectiva Estable.
- **De 2010 a 2013, la tasa media anual de crecimiento (TMAC) nominal del ISN del Estado fue de 13.9%.** Derivado de la tasa de crecimiento observada en los últimos años y, de acuerdo con un escenario económico y financiero de estrés de estanflación, esperaríamos una tasa media anual de crecimiento nominal de 2014 a 2029 de 6.3% y en un escenario base de 7.2%.

Eventos y variables claves

El proceso de análisis que HR Ratings realizó para determinar la calificación crediticia, en escala local, del crédito bancario estructurado contratado por el Estado de Tamaulipas con Banorte, considera los siguientes factores: 1) el análisis del desempeño financiero de la estructura bajo diferentes escenarios económicos y financieros¹, 2) la opinión legal acerca de la constitución del fideicomiso y del contrato de crédito y 3) la calificación quirografaria.

A continuación se presentan las principales características de la estructura:

- El Fideicomiso tiene como fin administrar los recursos afectados al pago de este crédito. Lo anterior con el objetivo de que el fiduciario, por orden del Estado, realice el pago puntual y oportuno de las obligaciones financieras contraídas con Banorte. La autorización se estableció en el Decreto No. 1120 publicado en el Periódico Oficial del Estado el día 3 de enero de 2008 y reformado mediante el Decreto No. 708 publicado el día 17 de junio de 2009.
- La fuente de pago y garantía para cumplir con todas y cada una de las obligaciones financieras derivada del financiamiento Banorte inscrito en el Fideicomiso No. 904, se origina de la afectación del 100% del ISN. La transferencia de dicho ingreso se realiza en la cuenta concentradora del fideicomiso gracias a la transferencia de los Bancos mexicanos calificados que reciben los ingresos del ISN. Este mecanismo está autorizado mediante la celebración de los contratos de mandato irrevocable celebrados entre el Estado y los Bancos mexicanos calificados.
- En caso de que los ingresos por ISN sean modificados, el Estado está autorizado de acuerdo al Decreto No. 708 para convenir la sustitución automática de los ingresos derivados de dicha contribución a fin de que los ingresos sustitutos queden afectos en pago y/o garantía al financiamiento. En caso de que no exista una sustitución, el Estado queda autorizado a afectar cualquier otro ingreso, ya sea propio y/o federal para garantizar el pago de la estructura.
- El monto reconocido a noviembre de 2014 del CBE contratado con Banorte es de P\$5,859.5m. La fecha de vencimiento de la operación es en octubre de 2029. El destino de estos recursos fue el pago de los adeudos que el Estado tenía con Banorte, así como utilizar los recursos respectivos para inversión pública.
- En el caso de que los ingresos sean sustituidos por Participaciones Federales, el Estado pagará intereses mediante la Tasa de Referencia TIIE 28 más una sobretasa. Estas sobretasas serían menores a las sobretasas actualmente pactadas con ingresos del ISN.
- Se constituyó, dentro del patrimonio del fideicomiso, un fondo de reserva que equivale al 100% del pago del servicio de la deuda que el fiduciario deberá pagar en los próximos 3 meses.

¹ Los escenarios económicos y financiero son los que se analiza la estructura son base y estrés. En las secciones de "Análisis de la Fuente de Pago" y "Análisis de Escenarios" se exponen las diferencias entre ellos.

- El análisis se realizó dentro de un escenario macroeconómico de estanflación. En este escenario se considera que el valor promedio de la TII_{E28} durante el plazo del crédito es de 5.2% (vs 4.4% en un escenario base) y que la T_{MAC}₂₀₁₄₋₂₀₂₉ del INPC es de 4.1% (vs 3.6% en un escenario base).
- Entre las consideraciones extraordinarias tomadas en cuenta para la asignación de la calificación del crédito, se encuentran las siguientes:
 - El incumplimiento de alguna obligación de hacer y no hacer, podría activar un evento vencimiento anticipado. Entre estas obligaciones destaca la de si el Estado no mantiene una cobertura mayor a 1.2x de manera mensual. Asimismo, será causa de vencimiento anticipado si la calificación del crédito es reducida a un nivel igual o inferior a A- por cualquier agencia calificadora de valores y la calificación quirografaria es reducida a un nivel inferior a A-. Para el caso del crédito, el Estado contará con un periodo de cura de 60 días naturales, mientras que para la calificación quirografaria se contará con un periodo de 3 meses para resarcir dicho incumplimiento. Estas obligaciones no tuvieron un impacto negativo en la calificación, ya que la DSCR mínima mensual es de 2.5x y tanto el crédito como el Estado cumplen con los requisitos de la calificación mínima solicitada.
 - En el fideicomiso podría existir una cuenta preventiva que podría garantizar el pago del servicio de la deuda por cierto periodo. La cuenta se fondeará a partir del momento en que ocurra cualquier causa de incumplimiento de las obligaciones de hacer y no hacer, independientemente de la existencia del periodo de cura, así como si la DSCR mensual es inferior a 1.25x. El Banco podría ordenar al Estado mediante notificación de cese de remanentes que la cuenta preventiva sea fondeada con los remanentes que hubieran sido transferidos al Estado. El monto máximo de la cuenta preventiva equivale al 100% del servicio de la deuda de los próximos 12 meses. Actualmente, el Estado no incumple con ninguna obligación contenida en el contrato de crédito, por lo tanto no tuvo un efecto en la calificación final del crédito.
 - La calificación quirografaria asignada por HR Ratings al Estado de Tamaulipas se encuentra en HR A+, con Perspectiva Estable. Al estar por arriba de HR BB+, de acuerdo con nuestra metodología, no tiene un impacto en la calificación final del crédito.

Características de la Estructura

La estructura involucra a las siguientes partes: i) El Estado Libre y Soberano de Tamaulipas, como fideicomitente y fideicomisario en segundo lugar; ii) Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero, como fiduciario; y iii) Banco Mercantil del Norte, S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte, Como fideicomisario en primer lugar.

El pago de capital se realiza a través de 179 pagos mensuales, consecutivos y con una tasa de crecimiento de 1.5%. El primer pago a partir del tercer convenio modificatorio y con un saldo reconocido de P\$5,859.5m sería en noviembre de 2014 y el último en septiembre de 2029.

El cálculo de los intereses ordinarios a pagar será sobre saldos insolutos a la tasa que resulte de sumar TIEE28 más una sobretasa que estará en función de la calificación de mayor riesgo que obtenga la estructura.

Existen dos tipos de sobretasas en caso de que la fuente de pago del ISN sea sustituida por Participaciones Federales. Estas sobretasas serían menores a las actualmente pactadas con ingresos del ISN.

El contrato de fideicomiso y el contrato de crédito cumplen con lo indispensable en torno a las obligaciones y disposiciones legales aplicables al proceso de contratación de financiamientos por parte del Estado, incluyendo el mecanismo de afectación del ISN que se ofrecen para su pago. De tal forma que brindan seguridad jurídica al fideicomisario en primer lugar, aislando de cualquier otro acreedor estos recursos.

Como parte del proceso de monitoreo de la calificación crediticia, HR Ratings continuará dando seguimiento al desempeño financiero del fideicomiso, así como al comportamiento de la fuente de pago. Con base en lo anterior, HR Ratings podría modificar la presente calificación crediticia, o su perspectiva, en el futuro.

Análisis del desempeño del Fideicomiso No. 904

En esta sección observamos el comportamiento a mediano y a largo plazo del servicio de la deuda asociado al crédito contratado por el Estado con Banorte. El pago del servicio de la deuda está garantizado por la afectación del 100% del ISN que mensualmente recauda el Estado. El 75.0% del total del ISN del Estado se encuentra asignado al pago de este crédito.

El desempeño financiero esperado del fideicomiso se presenta en la Tabla 1. Las cifras a partir de enero de 2015 son pronosticadas considerando un escenario económico y financiero de estrés².

² El escenario de estrés considera condiciones de un escenario macroeconómico de Estancflación.

Tabla 1. Desempeño financiero esperado anual del Fideicomiso No. 904: Banorte (Escenario de estrés)

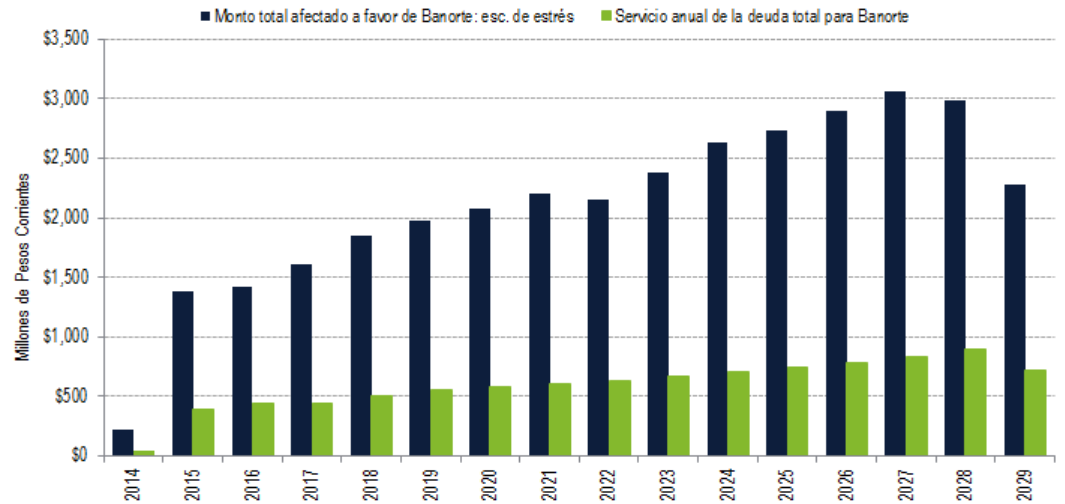
Año	ISN de Estado de Tamaulipas	Fuente de pago: 75.0% del total del ISN	Pago de Capital	Pago de Intereses	Servicio total de la deuda	DSCR PPM ISN	Costo por uso del SWAP de 4.6%	Fondo de reserva en trimestres de pago	Superávit del Fondo de Reserva	Remanentes	Saldo Insoluto
2014	\$310.5	\$219.4	\$0.0	\$43.6	\$43.6	5.0	\$13.50	4.0	-\$9.4	\$166.3	\$5,859.6
2015	\$1,920.3	\$1,377.8	\$117.5	\$276.4	\$393.9	3.5	\$62.46	3.1	-\$12.8	\$971.1	\$5,742.0
2016	\$1,930.9	\$1,420.4	\$136.4	\$304.6	\$441.0	3.2	\$27.80	3.0	-\$4.1	\$975.3	\$5,605.6
2017	\$2,187.7	\$1,611.9	\$158.4	\$288.4	\$446.7	3.6	\$28.87	3.1	-\$15.0	\$1,150.1	\$5,447.2
2018	\$2,460.1	\$1,845.1	\$183.8	\$323.9	\$507.7	3.6	\$0.00	3.0	-\$11.1	\$1,326.2	\$5,263.4
2019	\$2,642.6	\$1,981.9	\$213.4	\$339.7	\$553.0	3.6	\$0.00	3.0	-\$7.7	\$1,421.3	\$5,050.0
2020	\$2,764.5	\$2,073.4	\$247.7	\$334.0	\$581.7	3.6	\$0.00	3.0	-\$5.9	\$1,485.8	\$4,802.4
2021	\$2,934.2	\$2,200.6	\$287.5	\$321.6	\$609.1	3.6	\$0.00	3.0	-\$6.1	\$1,585.4	\$4,514.9
2022	\$2,863.4	\$2,147.5	\$333.7	\$300.9	\$634.6	3.4	\$0.00	3.0	-\$8.1	\$1,504.8	\$4,181.2
2023	\$3,171.4	\$2,378.6	\$387.3	\$281.0	\$668.3	3.6	\$0.00	3.0	-\$9.2	\$1,701.1	\$3,793.8
2024	\$3,506.2	\$2,629.6	\$449.6	\$254.5	\$704.1	3.7	\$0.00	3.0	-\$8.4	\$1,917.0	\$3,344.2
2025	\$3,639.1	\$2,729.3	\$521.9	\$219.8	\$741.7	3.7	\$0.00	3.0	-\$10.8	\$1,976.9	\$2,822.3
2026	\$3,856.8	\$2,892.6	\$605.8	\$180.8	\$786.6	3.7	\$0.00	3.0	-\$12.2	\$2,093.8	\$2,216.5
2027	\$4,087.1	\$3,065.4	\$703.2	\$134.6	\$837.8	3.7	\$0.00	3.0	-\$14.7	\$2,212.9	\$1,513.4
2028	\$3,983.6	\$2,987.7	\$816.2	\$81.9	\$898.1	3.3	\$0.00	3.0	-\$16.1	\$2,073.5	\$697.2
2029	\$4,407.2	\$3,305.4	\$697.2	\$20.7	\$717.9	4.6	\$0.00	2.5	\$152.8	\$1,719.8	\$0.0

NOTA: 1) La tasa de interés aplicable es igual a la TIE28 más una sobretasa que depende de la calificación del crédito 2) Cifras en millones de pesos nominales, 3) El CBE del estado vence en octubre de 2029, 4) En 2029 solo se consideran los meses de enero a septiembre, 5) Las estimaciones para 2014 son bajo un escenario base, 6) El costo por SWAP está considerado dentro de los ingresos y 7) PPM = primaria promedio mensual

Fuente: HR Ratings

La Gráfica 1 muestra la relación entre el servicio de la deuda anual originada por el crédito contratado y el monto anual correspondiente a los ingresos asignados para el pago de dicho servicio de la deuda. Con base en las proyecciones en un escenario de estrés, el monto de los ingresos asignados sería suficiente para cubrir el pago de intereses ordinarios y de capital durante la vigencia del crédito. En los próximos 5 años, bajo un escenario de estrés, el monto de los ingresos asignados sería equivalente, en promedio, a 3.5x el servicio de la deuda.

Gráfica 1. Monto de ingresos correspondientes contra el servicio de la deuda: escenario de estrés

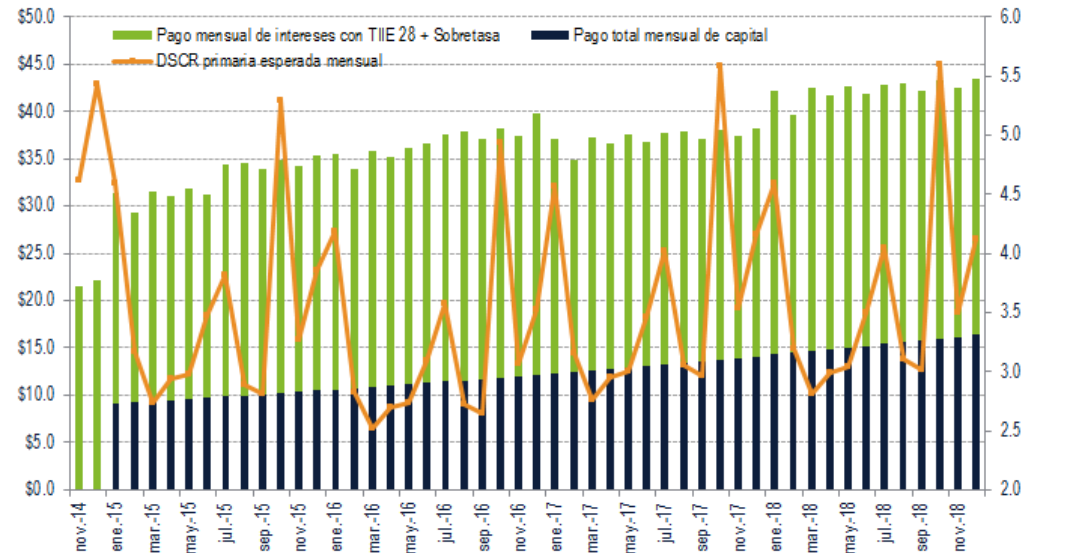


Fuente: HR Ratings

Nota: 1) Datos proyectados a partir de noviembre de 2014 y 2) En 2029 se consideran 9 meses

La Gráfica 2 muestra la proyección, en el mediano plazo, del servicio total de la deuda desglosado por el pago mensual de intereses ordinarios y por el pago de capital. Lo anterior en un escenario de estrés y en términos nominales. Adicionalmente, se muestra el comportamiento de la DSCR primaria mensual esperada en un corto plazo.

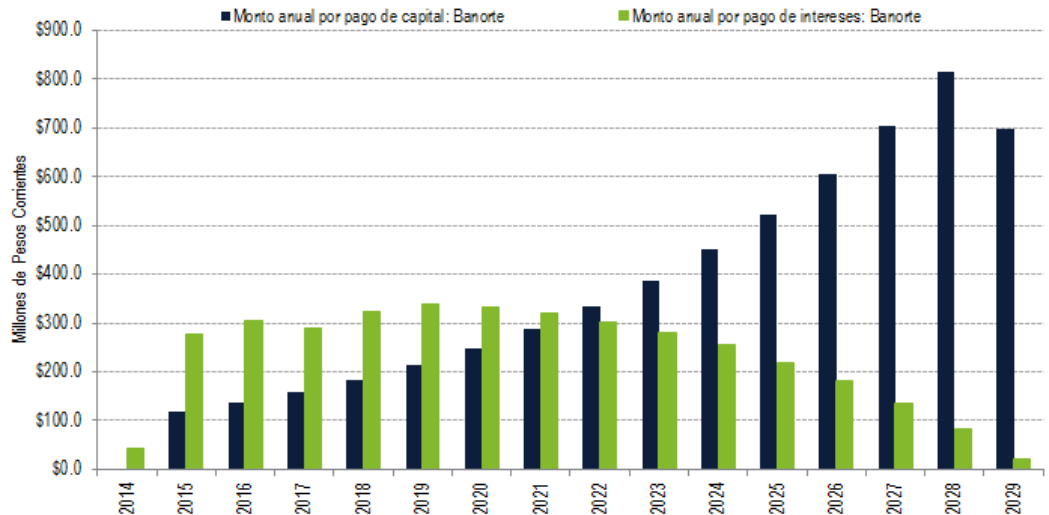
Gráfica 2. Servicio de la deuda contra la razón de cobertura: escenario de estrés



Fuente: HR Ratings

Nota: 1) Datos proyectados y 2) Millones de pesos nominales

Gráfica 3. Pago de capital e intereses en el escenario de estrés



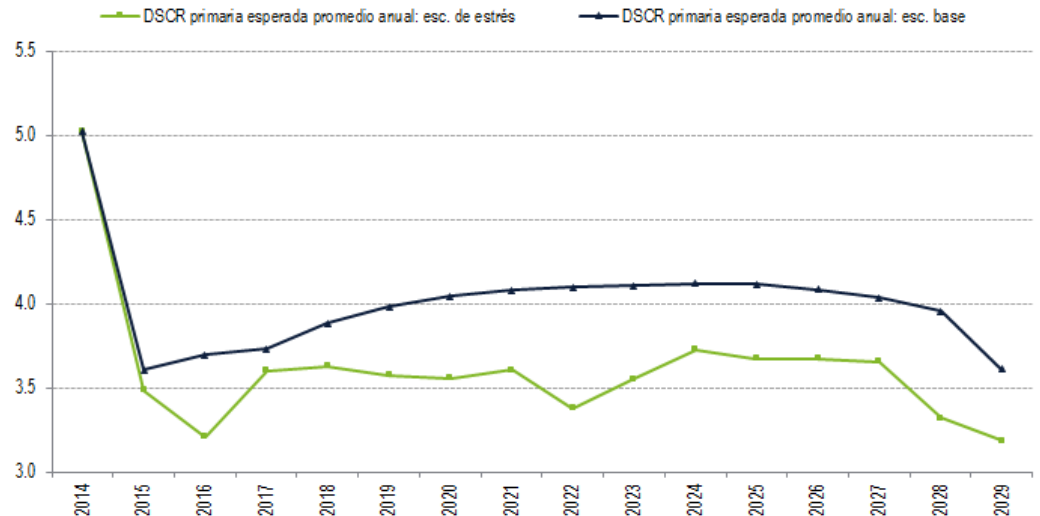
Fuente: HR Ratings

Nota: 1) Datos proyectados y 2) En 2029 se consideran 9 meses

El perfil de amortizaciones pronosticado para el pago de capital y el pago de intereses se muestra en la Gráfica 3. En octubre de 2014 se realizaron modificaciones tanto al contrato de Fideicomiso como al contrato de crédito, dentro de estos cambios se sustituyeron los pagarés. El pago de capital se realiza en amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa de 1.25%.

En la Gráfica 4 se muestra la DSCR primaria promedio mensual esperada bajo un escenario de estrés y un escenario base. La DSCR esperada en 2014 es de 5.0x en un escenario base, mientras que en un escenario de estrés la DSCR esperada para 2015 sería de 3.5x y en 2016 de 3.2x. La DSCR mínima anual bajo un escenario de estrés, sería la esperada en 2016. Cabe mencionar que el modelo de estrés cíclico considera tres reducciones en la fuente principal de pago en 2015, 2020 y 2025.

Gráfica 4. DSCR primaria promedio mensual esperada



Fuente: HR Ratings

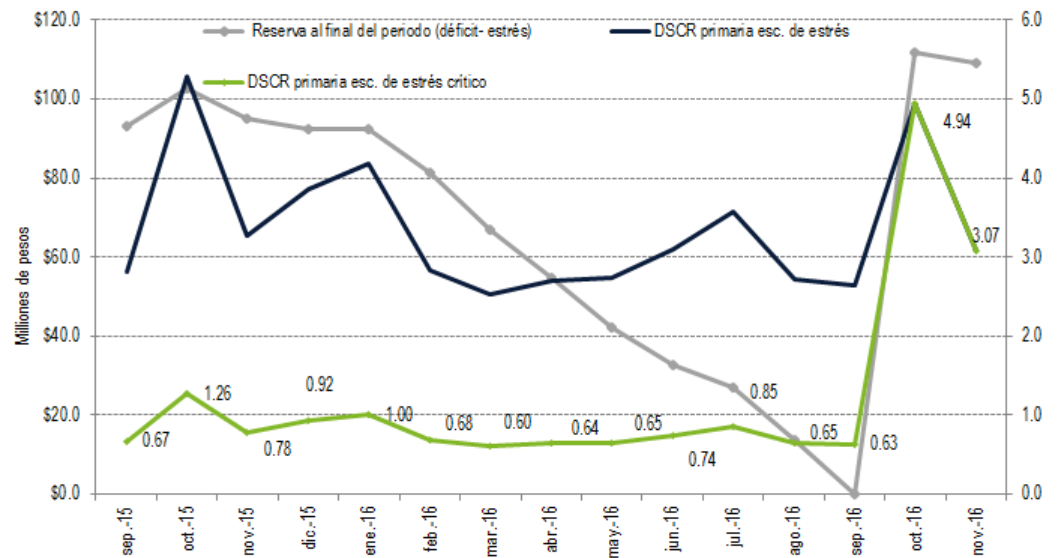
Nota: 1) Datos proyectados

La Gráfica 5 muestra el comportamiento de la DSCR mensual bajo un escenario de estrés cíclico y crítico. El mes de mayor debilidad, de acuerdo con nuestras proyecciones, sería marzo de 2016 con una razón de cobertura del servicio de la deuda esperada (DSCR) de 2.5x en el escenario de estrés cíclico. El periodo de estrés crítico correspondiente a ese mes, arroja una Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de 76.1%. Esto indica que los ingresos asignados al pago del crédito podrían caer un 76.1% adicional y seguirían cumpliendo con las obligaciones de pago.

De acuerdo con nuestra metodología, el cálculo de la TOE supone el uso del fondo de reserva de tal manera que se pueda garantizar su reconstitución posterior al periodo de estrés crítico, sin embargo, en éste caso la estructura no cuenta con un fondo de reserva, por lo que la TOE se calculó al aplicar un estrés adicional sobre la fuente de pago de tal manera de que la DSCR mínima, en el periodo de estrés crítico, fuera equivalente a 1.0x.

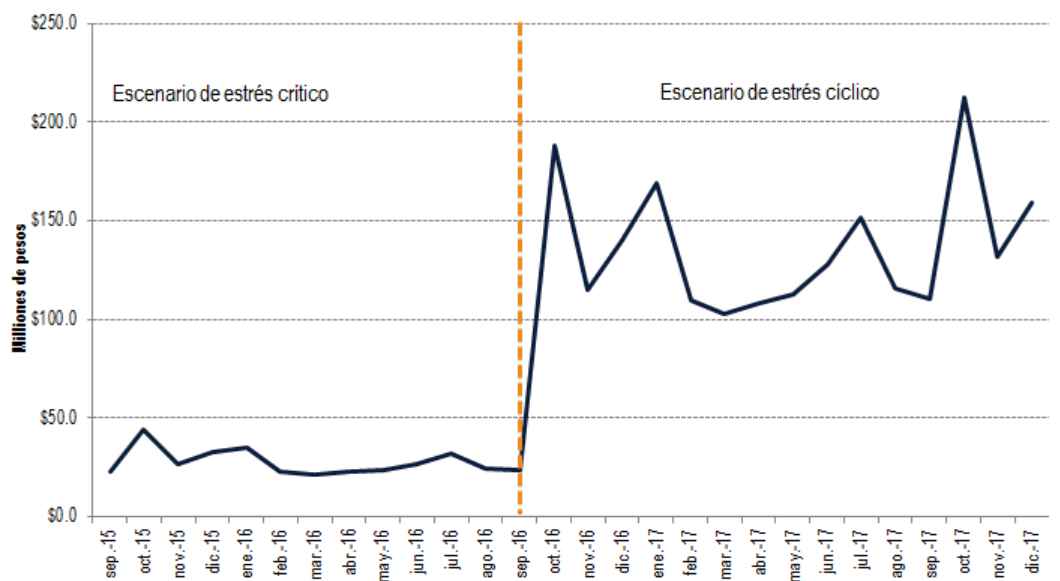
En la Gráfica 6 se muestran los ingresos correspondientes al crédito durante el periodo de estrés crítico en el que se asume una reducción de 76.1%, mostrando el nivel más bajo marzo de 2016. De igual manera, se muestra en la gráfica un periodo de 12 meses posterior sin esta reducción adicional

Gáfica 5. Tasa Objetivo de Estrés (TOE)



Fuente: HR Ratings

Gráfica 6. Disminución de la fuente de pago aplicando la TOE



Fuente: HR Ratings

Análisis de la fuente de pago

En la Tabla 2 se presentan los supuestos sobre algunas variables macroeconómicas utilizadas para el análisis de los escenarios base y de estrés.

Tabla 2. TMAC 2014 - 2029		
	Esc. de estrés	Esc. base
ISN Nom. Estado de Tamaulipas (TMAC)	6.4%	7.2%
FGP Nom. Estado de Tamaulipas (TMAC)	2.7%	5.8%
INPC (TMAC)	4.1%	3.6%
TIIE 28* (PROM)	5.2%	4.4%

* Promerdio anual 2014 - 2029

Fuente: HR Ratings

En esta sección se analiza el comportamiento histórico, así como los supuestos considerados para las estimaciones de la fuente de pago bajo un escenario de estrés y uno base. El porcentaje asignado para el pago de este crédito es el 75.0% de los ingresos del ISN.

Impuesto Sobre la Nómina

El objeto de este impuesto, determinado en la Ley de Hacienda para el Estado de Tamaulipas, son las erogaciones por concepto de salarios por la prestación de un servicio personal subordinado. La tasa impositiva aplicable desde el año 2012 ha sido del 2.0%.

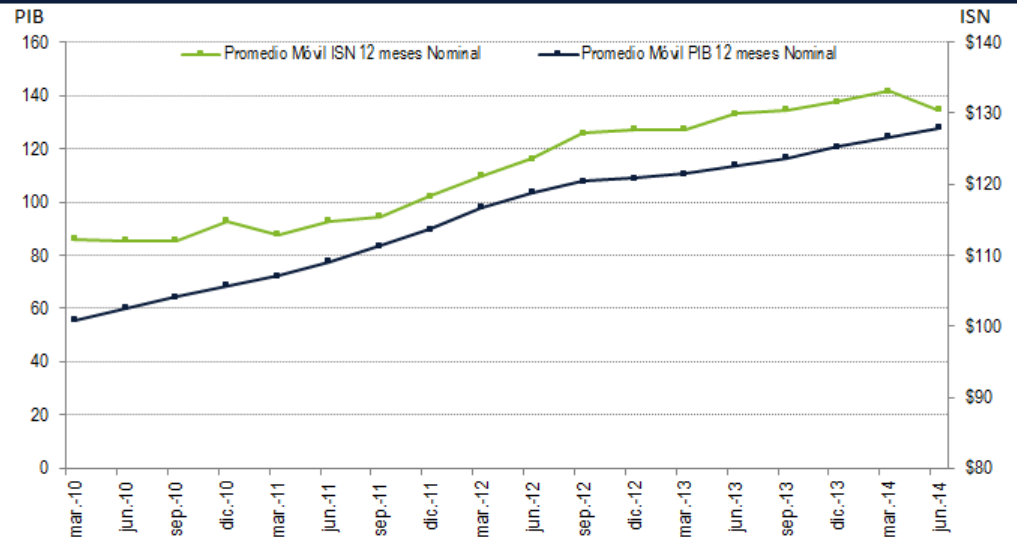
De acuerdo con la información proporcionada por el Estado en 2011 se reformó la ley del ISN, lo cual se ha visto reflejado en incremento de los ingresos reportados en 2012 y 2013. Las características principales de la reforma consistieron en: detallar lo que considera el objeto del impuesto con el objeto de evitar amparos ante el cobro, ampliar sujetos del Impuesto al agregar a los organismos autónomos descentralizados, así como a los responsables solidarios u Outsourcings³ y se establecieron ciertos límites a las exenciones.

Con el objetivo de determinar las variables que pueden influir en el comportamiento del ISN, se analizó la tendencia del PIB del Estado de Tamaulipas, medido con base en el indicador trimestral de la actividad económica estatal publicada por el INEGI, y del monto total del ISN el cual es similar. Durante el periodo de 2010 a junio de 2014, el promedio móvil anual de los datos trimestrales tiene un coeficiente de correlación cercano a 0.9. La Gráfica 7 muestra el desempeño histórico de ambas variables.

La tasa media anual de crecimiento nominal (TMAC) para el periodo de 2010 a 2013 fue de 13.9%. La tasa de crecimiento nominal de 2012 fue de 24.4%, mientras que la del año de 2013 fue de 8.0%. En la Gráfica 8 se muestra el comportamiento histórico y las estimaciones para la recaudación del ISN del Estado, en términos reales.

³ El outsourcing consiste en movilizar los recursos hacia una empresa externa a través de un contrato. De esta forma, la compañía subcontratada desarrolla actividades en nombre de la primera.

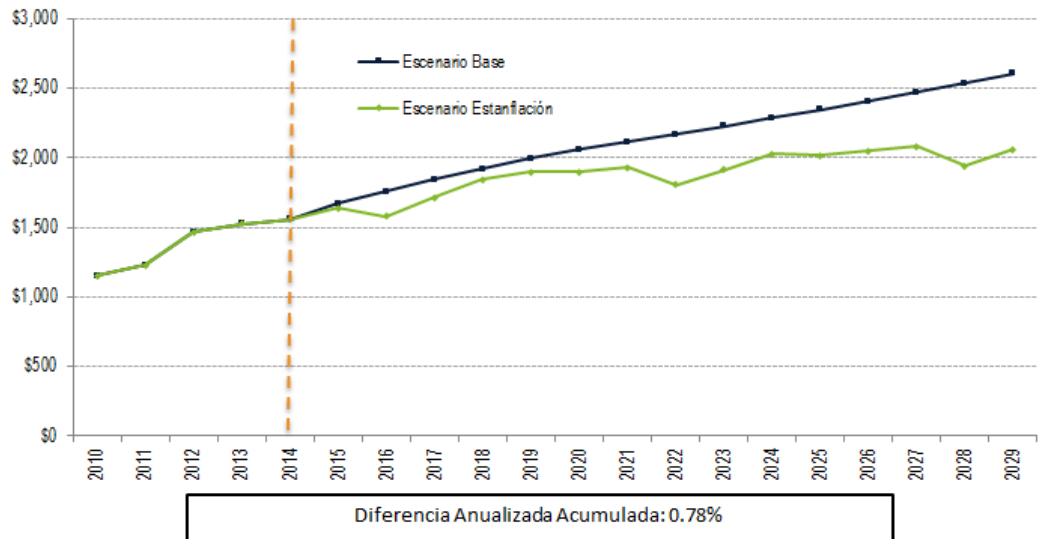
Gráfica 7. Desempeño histórico del PIB contra el de ISN del Estado de Tamaulipas



Fuente: HR Ratings

Nota: 1) PIB Índice trimestral de volumen físico estatal 2008 = 100 publicado por el INEGI, 2) ISN millones de pesos nominales y 3) Promedio móvil de 12 meses

Gráfica 8. ISN Estado de Tamaulipas



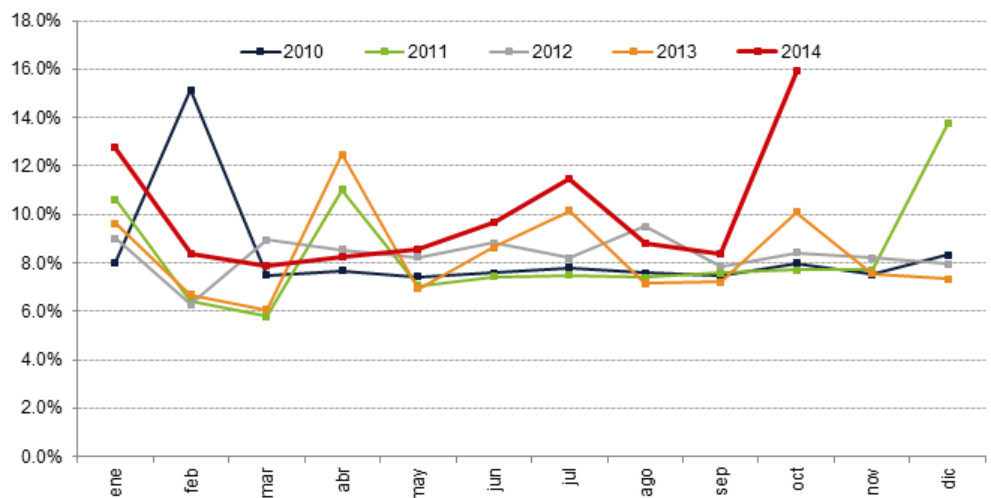
Fuente: HR Ratings

Nota: 1) Cifras en millones de pesos reales de 2011

En la estimación de la recaudación esperada de ISN se considera un estrés sobre las siguientes variables: el PIB nacional, PIB estatal y la tasa de crecimiento en la recaudación del ISN con relación al crecimiento del PIB estatal. Con base en estos supuestos, la diferencia anualizada acumulada del escenario de estrés con respecto al base, en términos reales, es de 0.78%.

La estacionalidad de la recaudación estatal por ISN, para el periodo de 2010 a 2013, se muestran en la Gráfica 9. Como se puede observar, durante los últimos tres años la estacionalidad como proporción del mes respecto al total anual, ha sido muy volátil. En el año 2010 podemos observar un incremento hasta del 15.0% en los primeros tres meses, mientras que el porcentaje mínimo de recaudación ha llegado a niveles del 6.0% en 2011 y 2013. En abril de cada año se ha observado un incremento respecto al mes anterior, en el año más notorio fue en 2013 en donde se observó un incremento del 12.4%. En el avance de 2014, el mes con mayor incremento es octubre de 15.9%. De acuerdo con información proporcionada por el Estado este incremento se debe a las medidas de recaudación que se han venido impulsando para que aumente la base gravable.

Gráfica 9. Estacionalidad del ISN mensual del Estado de Tamaulipas



Fuente: HR Ratings

Análisis de Escenarios

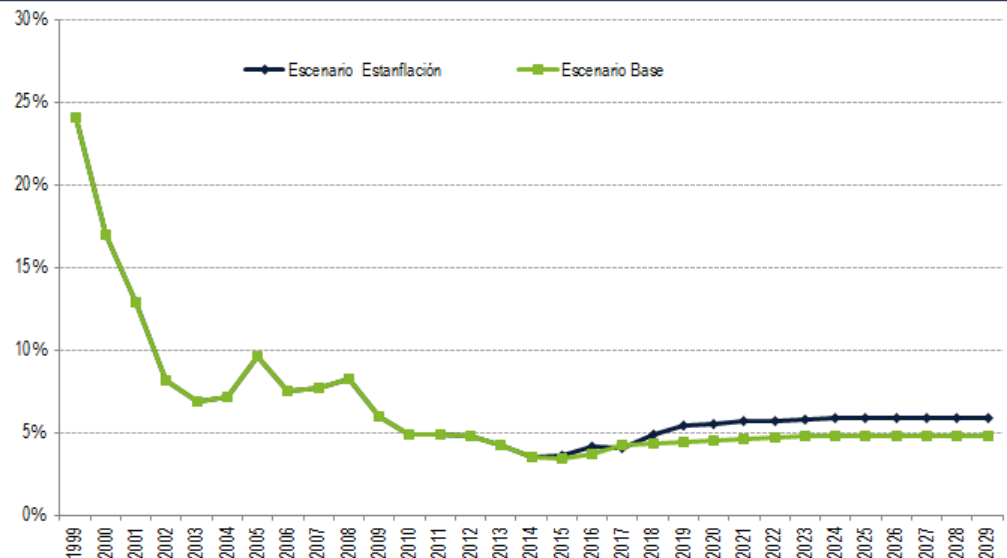
La calificación crediticia de la operación es resultado del desempeño financiero del fideicomiso bajo diferentes escenarios económicos, la opinión legal por parte de un despacho externo y la evaluación quirografaria del Estado. Con relación al desempeño financiero del fideicomiso, se mide el impacto que pudieran tener diferentes escenarios macroeconómicos sobre la capacidad de pago futura.

Dentro de la operación estructurada, los ingresos afectados están constituidos por el 100% del ISN. De acuerdo con los resultados del análisis de escenarios, concluimos que la fuente de pago sería suficiente para no comprometer el pago mensual de capital e intereses. Lo anterior, sin considerar los recursos que se mantienen en la cuenta del fondo de reserva.

La simulación del escenario de estrés cíclico considera los siguientes supuestos:

- Inflación anual: Una tasa de inflación acumulada esperada de 4.0% para 2014. No obstante, para los años posteriores y hasta 2029 consideramos una tasa que fluctuará alrededor de 4.0%;
- Tasa TII_{E28}: Se consideró que esta variable se moverá, a lo largo del periodo de vigencia del crédito, en promedio 5.2% bajo un escenario de estrés y 4.4% en un escenario base (Véase la Gráfica 10);
- Tasa de crecimiento de la fuente de pago. Las variaciones en el ingreso fideicomitado se proyectaron de acuerdo a los cambios esperados en el crecimiento real del producto interno bruto nacional;

Gráfica 10. Escenarios para la TII_{E28}

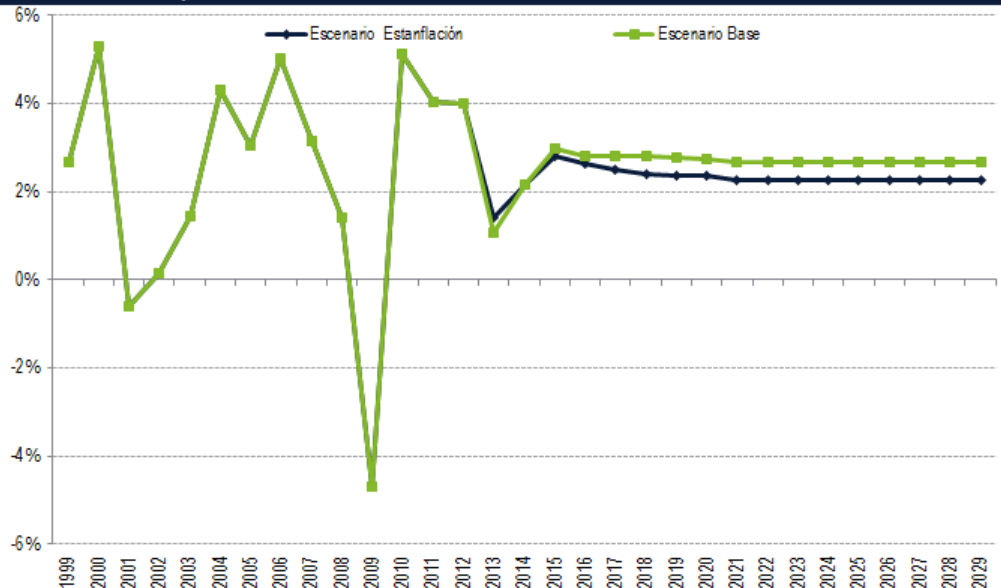


Fuente: HR Ratings

Nota: A partir de 2014 son datos proyectados

Cabe mencionar que, en nuestro escenario de estrés, la tasa de crecimiento real del PIB comienza a disminuir a partir de 2016. Esta variable sería igual a 2.1% en 2014, 2.8% en 2015 y 2.6% en 2016 (Véase la Gráfica 12). Se espera que en el periodo de vigencia del contrato de crédito, de 2014 a 2029, la tasa de crecimiento sea, en promedio, igual a 2.3%.

Gráfica 12. Escenarios para el crecimiento real del PIB



Fuente: HR Ratings

Nota: A partir de 2014 son datos proyectados

Los supuestos hechos sobre el comportamiento de la inflación, así como de la TIIIE28, modifican el costo financiero del crédito. Sin embargo, se esperaría que los recursos fueran suficientes para cubrir el monto total anual de las obligaciones de pago.

Fideicomiso No. 904

El 7 de octubre de 2009, el Estado de Tamaulipas, en su carácter de fideicomitente y fideicomisario en segundo lugar constituyó, junto con Banco Invex, S.A., el Fideicomiso Irrevocable de Administración y Pago No. 904, designando como fideicomisario en primer lugar, entre otros, a Banorte.

Conforme a lo establecido en el contrato de fideicomiso, el patrimonio del mismo quedara conformado de la siguiente manera:

- Los Ingresos del ISN;
- Cualesquiera y todos los derechos que pudiera tener ahora o en el futuro, a recibir cualquier compensación del Estado, incluyendo, sin limitar, los derechos a solicitar, demandar o cobrar cualquier Compensación del Estado;
- Todos los recursos obtenidos del financiamiento o de cualquier nuevo financiamiento;
- Las Cuentas del Fideicomiso y los montos depositados en las mismas;
- Todos los valores y otras inversiones, así como los rendimientos derivados de dichos valores e inversiones, incluyendo todas las inversiones permitidas, que hayan

sido adquiridas o realizadas por el Fiduciario utilizando cualquier bien del Fideicomiso;

- Los recursos derivados de cualquier venta, cesión u otra transmisión, ya sea total o parcial, de cualquiera de las anteriores;
- Cualquier ingreso o recurso de cualquier clase que se obtenga o que derive de cualquiera de los puntos anteriores;
- Cualesquier otros bienes o derechos que por cualquier razón se incorporen al Patrimonio del Fideicomiso incluyendo, sin limitar, cualesquier bienes que en su caso, el Estado aporte, en el entendido que, el Estado tendrá el derecho, más no la obligación de aportar al fideicomiso cantidades adicionales en efectivo, con el propósito de realizar amortizaciones voluntarias anticipadas sobre el financiamiento y;
- Cualquier ingreso, derecho o recurso que se derive de Operaciones Derivadas y Compensación del Estado.

Por otra parte, son fines del fideicomiso que el fiduciario realice, entre otros, lo siguiente:

- Pagar el Financiamiento Banorte y cualquier otro financiamiento y poner a disposición del Estado los excedentes y remanentes que llegaren a existir;
- Celebrar, suscribir, emitir, librar, expedir, según sea el caso, cada documento de la operación;
- Celebrar, suscribir, emitir, librar, expedir, según sea el caso Operaciones Derivadas, contratos marco, anexos y títulos de crédito, incluyendo sin limitar pagarés relacionados con los documentos de la operación, en la forma y en el momento en que ello sea necesario, conforme el contrato de crédito y/o cualquier Nuevo Financiamiento, en los términos y condiciones instruidos por el Estado;
- Celebrar, suscribir, emitir, librar, expedir, según sea el caso, cualquier documento de la operación del cual es o sea parte y para cumplir con sus obligaciones conforme al contrato. El fiduciario tendrá las facultades para celebrar aquellos otros contratos, documentos y/o títulos de crédito en la forma y en el momento en que ello sea necesario o adecuado a fin de documentar debidamente las obligaciones del fiduciario incluyendo operaciones derivadas;
- Llevar a cabo la contratación del Financiamiento Banorte y cualquier Nuevo Financiamiento incluyendo cualesquier actos previos, auxiliares o preparatorios que sean necesarios para la ejecución de dicho financiamiento, conforme a las instrucciones que reciba por parte del Estado, así como para aplicar y recibir los recursos obtenidos de conformidad con el contrato de fideicomiso y los decretos. A su vez, llevar a cabo Nuevos Financiamientos, directamente o por medio de la constitución de subfideicomisos, incluyendo cualesquier actos previos, auxiliares o preparatorios que sean necesarios para la ejecución de dichos Nuevos Financiamientos y aplicarlos conforme al contrato y los decretos;
- Establecer, mantener y administrar las Cuentas del Fideicomiso de conformidad con el contrato;

- Recibir los recursos derivados del Financiamiento Banorte y cualquier Nuevo Financiamiento y destinar dichos recursos de conformidad con el contrato de Fideicomiso;
- Recibir todos los ingresos del ISN y destinar dichos recursos de conformidad con el contrato de crédito;
- Recibir cualesquiera otras cantidades, contempladas para ser recibidas por el fiduciario y tendrá las facultades para destinar dichos recursos de conformidad con el contrato de fideicomiso;
- Invertir los fondos disponibles en las Cuentas del Fideicomiso en inversiones permitidas de conformidad con el contrato de fideicomiso;
- Efectuar pagos, de conformidad con los mecanismos especificados en el contrato, pero únicamente con fondos de patrimonio del fideicomiso;
- Sustituir, canjear, refinanciar, reestructurar y/o liquidar deuda pública contraída por el Estado de la manera que mejor convenga al Estado, conforme a las instrucciones que reciba por parte del Estado y el Banco;
- Tomar cualquier otra acción que sea necesaria o conveniente para llevar a cabo los fines del Contrato de Fideicomiso, de conformidad con el contrato;
- Ejercer todos los derechos, obligaciones y recursos de conformidad con los documentos de la operación de los cuales sea o haya de ser parte;
- Distribuir el patrimonio del fideicomiso y cantidades en poder del fiduciario.

El fiduciario tendrá todas las facultades necesarias y convenientes para cumplir con sus deberes y obligaciones especificados o complementados en el contrato de fideicomiso y en cada uno de los documentos de la operación.

El fiduciario deberá establecer y mantener durante la vigencia del contrato de fideicomiso las siguientes cuentas: cuenta general, cuenta de ingresos, cuenta de reserva del servicio de la deuda, cuenta preventiva y cuenta de excedentes.

El fiduciario deberá realizar transferencias en cada fecha de pago realizando los cargos a la Cuenta de Ingresos, según lo pactado en el contrato de crédito y en el siguiente orden:

- Primero para el pago de cualesquier gastos y comisiones aplicables derivadas de los Documentos de la Operación;
- Los intereses moratorios aplicables (en su caso);
- Los intereses devengados de conformidad con lo previsto en el contrato de crédito;
- Cualesquier cantidades de principal vencidas que no hayan sido pagadas en una fecha de pago anterior;

- La amortización aplicable de pago de principal;
- Las cantidades necesarias para cumplir con las obligaciones adquiridas derivadas de las Operaciones Derivadas;
- La totalidad de la Reserva del Servicio de la Deuda hasta que quede constituido en su totalidad y durante todo momento y vigencia del fideicomiso;
- Únicamente en el caso de una causa de incumplimiento o en el caso que una notificación cese de remanentes hubiere sido entregada al fiduciario por el Banco, y hasta que no se hubiera emitido una notificación de liberación de remanentes por el Banco, a la cuenta preventiva;
- Los remanentes al Estado, salvo que se haya decretado una causa de incumplimiento o se hubiere entregado al fiduciario, por el Banco, una notificación de cese de remanentes.

Adicionalmente, hay que mencionar que, con la celebración del contrato del fideicomiso, así como del contrato de apertura del crédito, las partes involucrados asumen ciertas obligaciones. La obligación primordial del fiduciario será informar mensualmente por escrito al fideicomitente sobre el Estado que guarda el patrimonio fideicomitado, así como de los pagos y las operaciones realizadas

Contrato de Crédito Simple: Banorte

Mediante Decreto No. 1120 publicado el día 3 de enero de 2008 se autorizó la colocación de certificados bursátiles fiduciarios con cargo al ISN por un monto de hasta P\$6,000.0m. Posteriormente, el día 17 de junio de 2009 se reforman diversos artículos y se adicionan otros al Decreto No. 1120, autorizando la contratación de uno o varios financiamientos hasta por un monto de P\$6,000.0m pudiéndose afectar como fuente de pago y/o garantía hasta la totalidad de los ingresos, presentes y futuros derivados por concepto de la recaudación del ISN durante un plazo máximo de 30 años, cuyo destino principal fueron destinados a inversiones públicas, así como a la sustitución, canje o liquidación de deuda pública contraída por el Estado.

El día 8 de octubre de 2009 Banco Mercantil del Norte, S.A. y Banco Invex, S.A., celebraron el contrato de apertura de crédito simple por un monto de P\$4,500.0m. El mismo día, el Estado, Banorte e Invex firmaron el contrato de obligaciones de hacer y no hacer con el objeto de proteger el derecho del fideicomiso de recibir los ingresos del ISN, así como establecer las obligaciones principales que deberá cumplir el Estado.

El día 25 de febrero de 2010 se firmó el primer convenio modificatorio tanto al fideicomiso como al crédito para aumentar la línea de crédito hasta por P\$1,500.0m y el día 4 de mayo de 2011 se firma un segundo convenio modificatorio y de re expresión a todos los contratos en donde principalmente se realiza un reconocimiento de adeudo por P\$5,952.8m, se hace una sustitución de pagarés y se modifica el fondo de reserva, pasando de 9 meses siguientes del servicio de la deuda a únicamente 3.

El crédito se contrató por una vigencia de aproximadamente 18 años contados a partir de la re expresión del crédito, con 3 años de periodo de gracia. Se realizaron dos disposiciones, la primera en octubre de 2009 por un monto de P\$4,464.6m y la segunda en marzo de 2010 por un monto de P\$1, 488.2m, ambas fueron ratificadas en la fecha del segundo convenio modificatorio del contrato de fideicomiso y de crédito.

Por último, el 27 de octubre de 2014 el Estado realizó un tercer convenio modificatorio tanto al Fideicomiso como al crédito. Principalmente se modificó el perfil de pagos para que fueran mensuales y no trimestrales, se reconoció un adeudo de P\$5,859.5m, se modificó la tabla de sobretasas y hubo una sustitución de pagarés.

Para la disposición del crédito el Estado tuvo que cumplir con lo siguiente:

- Se haya proporcionado copia de los documentos que acrediten la personalidad y facultades de quienes suscriban, en nombre y en representación de la acreditada y el Estado, el o los pagarés, así como cualesquiera otros documentos de la operación;
- Que las declaraciones la acreditada contenidas en el contrato sean ciertas en todos los aspectos en la fecha de disposición;
- Que el Estado o el fiduciario hubiese celebrado una Operación Derivada por un plazo de 5 años;
- Que en o antes de la fecha de la disposición no haya ocurrido alguna causa de incumplimiento o evento que con el transcurso del tiempo o aviso dado, o ambos, constituirá una causa de incumplimiento;
- Que la acreditada haya entregado al Banco el aviso de disposición;
- Que el Banco haya recibido, en la fecha de disposición correspondiente, el pagaré suscrito por la acreditada, a la orden del Banco, documentando dicha disposición;
- Que la acreditada mantenga vigente la cuenta de ingresos y con total libertad de disposición de fondos y que haya efectuado la apertura de las cuentas del fideicomiso;
- Que el Estado no se encuentre en incumplimiento de sus obligaciones bajo el convenio de obligaciones de hacer y no hacer;
- Que no haya ocurrido cualquier evento o condición en o antes de la fecha de cada disposición solicitada, determinada por el Banco y que pudiera tener un efecto adverso de importancia en el ISN que pudiera afectar el resultado de las operaciones o proyectos de la acreditada o la capacidad de la acreditada para pagar sus obligaciones conforme al contrato de crédito y el o los pagarés;
- Que el contador independiente haya entregado la certificación de cumplimiento al Banco, salvo respecto de la primera disposición.

El Estado se obligó a destinar los recursos de este crédito a pagar los adeudos Banorte, al pago de gastos de financiamiento aprobados y cualquier otro gasto autorizado por las

partes, el fondeo inicial de la cuenta de reserva del servicio de la deuda y la entrega del Estado de los recursos respectivos para la utilización de inversión pública.

Asimismo, el Estado pagará al Banco, los intereses ordinarios sobre el saldo insoluto del principal del crédito de manera mensual desde la fecha de sustitución de pagarés en octubre de 2014, hasta la fecha de su vencimiento a una tasa de interés anual igual a la Tasa de Referencia TIIIE28 más el Margen Aplicable, las cuales se muestran en la Tabla 3. En caso de que el ISN sea substituido por Participaciones Federales bajo el contrato de fideicomiso, las sobretasas serán diferentes.

Calificación del Crédito	Márgen Aplicable con ISN	Márgen Aplicable con Participaciones
"AAA" o equivalente	Sobretasa ₁	Sobretasa ₁
"AA+" o equivalente	Sobretasa ₂	
"AA" o equivalente	Sobretasa ₃	
"AA-" o su equivalente	Sobretasa ₄	Sobretasa ₂
"A+" o equivalente	Sobretasa ₅	
"A" o equivalente	Sobretasa ₆	Sobretasa ₃
"A-" o equivalente	Sobretasa ₇	
"BBB+" o su equivalente	Sobretasa ₈	N/Aplica
"BBB" o su equivalente	Sobretasa ₉	
"BBB-" o su equivalente	Sobretasa ₁₀	
"BB+" o inferior	Sobretasa ₁₁	

HR Ratings

El Estado firmó el pasado 29 de octubre de 2014 un contrato de intercambio de tasas denominado SWAP con Banorte por un periodo de 3 años. El Estado deberá renovarlo o en su caso contratar alguna cobertura sobre tasa de interés para mantenerlo durante toda la vigencia del crédito.

En caso de que se suspenda o suprima el servicio que el Banco de México proporciona respecto a la determinación de la TIIIE28 la tasa anual de interés que deberá aplicarse en lo sucesivo será la siguiente:

- La tasa que resulte de sumar dos puntos porcentuales a la estimación del CCP (Costo de Captación), que el Banco de México estima y dada a conocer mensualmente mediante publicaciones en el Diario Oficial de la Federación correspondiente al CCP vigente en la fecha de inicio de cada uno de los periodos en los que deba efectuarse el pago de los intereses.

En caso de que no se pague puntualmente cualquier cantidad de principal, se causarán intereses moratorios, sobre la cantidad vencida y no pagada del crédito, desde la fecha en que debió realizarse dicho pago hasta la fecha de su pago total. La tasa de interés moratoria resulta de multiplicar por 1.5 la tasa de interés ordinaria.

La acreditada deberá pagar al Banco una comisión por reducción de calificación del crédito sobre el saldo insoluto del mismo por única vez, en caso de que cualquiera de las calificaciones otorgadas llegara a un nivel igual o inferior a A.

Cualquier pago realizado por el Estado se aplicará, en el siguiente orden, al pago de:

- Impuestos;
- Gastos;
- Comisiones;
- Intereses moratorios;
- Intereses ordinarios vencidos;
- Saldo vencido y no pagado de capital;
- Intereses ordinarios vigentes;
- Monto de principal del crédito que vence en la fecha de pago de principal correspondiente;
- La última amortización de principal con las cantidades excedentes entregadas conforme a una notificación de incumplimiento.

Mientras cualquier cantidad pagadera permanezca insoluta, a menos que el Banco consienta por escrito en lo contrario. Banco Invex se obliga a:

- Cumplir con todas las leyes, reglas, reglamentos y mandamientos aplicables, incluyendo sin limitación, el pago a su vencimiento de todos los impuestos, contribuciones y cargas gubernamentales impuestos sobre ellos;
- Proporcionar al Banco y a las agencias calificadoras un Estado de origen y aplicación de recursos (Base de Flujo de Efectivo) del fideicomiso, un dictamen del Contador Independiente. En su caso, los detalles para remediar alguna causa de incumplimiento, así como cualquier documento que el Banco solicite referente a la situación financiera u operaciones o de cualquier otra naturaleza del fideicomiso;
- A efecto de cubrir las variaciones en la Tasa TIIE28. La acreditada deberá mantener una o varias operaciones derivadas, mismas que otorguen a la acreditada cobertura por el 100% del saldo insoluto del crédito a un nivel que no podrá ser mayor 10% por un plazo de tres años y renovable a más tardar 3 meses antes del vencimiento de la operación derivada;
- Conservar y mantener la validez y vigencia de todos los derechos, bienes, licencias, permisos, franquicias, concesiones y privilegios necesarios o convenientes para conducir apropiadamente sus negocios y operaciones;
- Mantener libros y otros registros de contabilidad adecuados para reflejar razonablemente su condición financiera y los resultado de sus operaciones, de conformidad con las NIF;
- Cumplir con todas sus obligaciones conforme a los documentos de la operación, tomando en cuenta los periodos de cura aplicables;
- Constitución y mantenimiento de la cuenta de reserva del servicio de la deuda;
- Mantener la cuenta preventiva a partir de que ocurra cualquier causa de incumplimiento (independientemente de que aplique un periodo de cura para subsanar dicha causa) y el Banco ordene a la acreditada mediante una notificación de cese de entrega de remanentes que la cuenta preventiva sea fondeada con los remanentes que de otra forma serían transferidos al Estado. Asimismo, cuando la

razón de cobertura del servicio de la deuda al momento del cálculo sea inferior a 1.25x;

- Mantener dos calificaciones crediticias otorgadas al crédito en un nivel igual o superior a A;
- Mantener una razón de cobertura en un nivel superior a 1.2x.

Dentro de las obligaciones estipuladas en el contrato de obligaciones de hacer y no hacer firmadas por el Estado el Banco y el fiduciario. El Estado tiene las siguientes obligaciones frente al fiduciario:

- Para proteger los derechos del fideicomiso a recibir los ingresos del ISN durante el periodo de afectación, el Estado se obliga a continuar como parte del Sistema Nacional de Coordinación Fiscal, no acordar modificación o renuncia de los acuerdos intergubernamentales que el Estado haya celebrado con la Federación y/o municipios;
- En caso de que se elimine o se sustituya algún ingreso fiscal relacionado con el ISN por uno y/o varios impuestos o derechos que graven situaciones similares y en el caso de que no se elimine por completo o se sustituya el ISN y la Federación compense al Estado de cualquier manera, por concepto de la alteración del esquema fiscal. El Estado se obliga a obtener las autorizaciones correspondientes para realizar las afectaciones respectivas a favor del fideicomiso en un plazo de 60 días naturales después de dicha eliminación o sustitución.
- En cada ejercicio fiscal el Estado deberá establecer las partidas presupuestarias correspondientes a los ingresos del ISN de conformidad con el marco jurídico aplicable a efecto de cubrir todos los ingresos y/o egresos relacionados con el fideicomiso y el contrato de crédito;
- El Estado no deberá en el ámbito de su competencia realizar o permitir que se realice:
 - Anular o afectar o modificar de forma adversa la atribución y derecho del Estado, bajo la legislación vigente para recaudar el ISN, para afectar el cumplimiento de las obligaciones establecidas en los documentos de la operación que pudieran provocar un material adverso;
 - Incrementar o crear obligaciones a cargo del Estado con respecto a los ingresos del ISN, adicionales a las actualmente previstas en los derechos, sin previo consentimiento de Banorte;
 - Eximir a los contribuyentes del pago del ISN o incrementar la base de exentos y el monto de los descuentos actuales o futuros en relación con el ISN, así como modificar cualquier aspecto de la definición, determinación de tasa o cantidad, tasa de descuentos, excepciones de pago, periodicidad o proceso de cobranza. Específicamente, el Estado no podrá otorgar incentivos al cobro de dicho impuesto o en cualquier otra forma que excedan al 5.0% de lo recaudado en el año anterior, sin previo consentimiento del Banco;

- Emitir disposiciones que otorguen al Fideicomiso cualquier tipo de inmunidad respecto del mismo o de sus bienes que impida llevar a cabo un procedimiento de ejecución;
- Determinar que los ingresos del ISN puedan ser destinados a un fin específico, diferente al contemplado en los Decretos, y realizar acción alguna para modificar o afectar el destino de los mismos;
- En general, cualquier acto que constituya un evento de incumplimiento del Estado, siempre y cuando éste provoque un efecto de material adverso.
- A la fecha de la contratación del crédito la recaudación en Bancos era de 95%, esto es gracias a la celebración de Convenios de Transferencia. El Estado se obliga y hará sus mejores esfuerzos, para efectuar en términos satisfactorios para Banorte, la recaudación de los ingresos ISN a través de los Bancos Mexicanos Calificados con quienes celebre dichos Convenios de Transferencia de por lo menos el 95% del total de los ingresos mensuales asociados con la recaudación de los ingresos ISN durante la vigencia del crédito;
- El Estado deberá mantener al menos dos calificaciones quirografarias emitidas por dos agencias calificadoras iguales o superiores a A- o su equivalente, y hará todo lo necesario para mantener vigente las calificaciones crediticias;
- El Estado se obliga a transferir al fideicomiso las cantidades derivadas de la recaudación de los ingresos ISN en términos del contrato del fideicomiso;
- El Estado deberá entregar la información financiera sobre los ingresos del ISN.

Eventos de vencimiento anticipado

El incumplimiento de cualquiera de los eventos descritos a continuación y siempre y cuando no haya sido subsanado en los periodos de cura previstos, el Banco podría declarar vencida y pagadera de inmediato la suma de principal insoluta del crédito, los intereses devengados y no pagados, y todas las demás sumas pagaderas.

Las casusas de incumplimiento son:

- Si la acreditada o el Estado no pagare a su vencimiento, íntegramente cualquier cantidad de principal, intereses o cualquier cantidad de principal, intereses o de cualquier otra naturaleza;
- Si cualquier declaración hecha por la acreditada o el Estado conforme a al contrato de crédito y cualquier otro documento de la operación, resulta ser incorrecta o falsa en cualquier aspecto relevante, al momento de haber sido hecha;
- Si la acreditada o el Estado no cumple con cualquiera de las obligaciones referente a la validez y vigencia del fideicomiso así como al cumplimiento de los documentos de la operación;
- Si la acreditada o el Estado no cumplen con las obligaciones referente a al cumplimiento de la información, a la contratación y mantenimiento de operaciones

derivadas, a la constitución y mantenimiento de la cuenta del fondo de reserva, de la cuenta preventiva y el mantenimiento de la razón de cobertura en un nivel superior a 1.20x. El incumplimiento de estas obligaciones contará con un periodo de cura de 15 días;

- Si la acreditada o el Estado no cumple con las obligaciones referente a informar sobre la contabilidad del fideicomiso el Estado contará con un periodo de cura de 30 días;
- Si la acreditada o el Estado hubiere intencionalmente omitido dar información al Banco, necesaria o conveniente para la evaluación del crédito a que se refiere el contrato de crédito o respecto de los documentos de la operación, si el haber contado con dicha información hubiere ocasionado que el Banco no hubiera otorgado el crédito; o
- Si la acreditada o el Estado no mantuviere en pleno vigor y efecto los documentos de la operación; o
- Si el contrato de fideicomiso fuere modificado, sin el consentimiento previo y por escrito del Banco; o
- Si la acreditada o el Estado utilizare cualquier parte de los recursos del crédito, para un fin distinto al autorizado conforme al contrato de crédito y los documentos de la operación; o
- Si la calificación del crédito es reducida a un nivel igual o inferior a “A-”, excepto en caso que la acreditada, a través del Estado, haya presentado al Banco en un plazo no mayor a cinco días hábiles posteriores a la fecha en que se haya dado la reducción de cualquiera de las calificaciones en los términos referidos, una propuesta por escrito en términos razonables para el Banco, para remediar dicha situación en un periodo no mayor a 60 días naturales; o
- Si la calificación quirografaria del Estado es reducida a un nivel inferior a “A-” y dicha calificación no hubiere regresado a un nivel de al menos “A” por cualquier calificadora aprobada por el Banco durante un periodo de 3 meses.

Una vez ocurrida una causa de incumplimiento, el Banco, o la persona que el Banco designe, podrá notificar de dicha situación al fiduciario, mediante una notificación de acción de ejecución, pudiendo el Banco administrar las cuentas del fideicomiso conforme a lo previsto en el contrato. En caso que la causa de incumplimiento sea subsanada, sin que haya ocurrido antes una causa de vencimiento anticipado, el Banco deberá notificar el cese de la acción de ejecución mediante una notificación de cese de acción de ejecución al fiduciario, de conformidad con lo previsto en el contrato de fideicomiso.

Aspectos legales

Como parte del proceso de calificación, se evaluó la fortaleza legal del fideicomiso en cuanto a su capacidad para cumplir con las funciones, obligaciones y responsabilidades legales que le han sido encomendadas y que le permitan operar como tal.

Por lo tanto, considerando el análisis hecho por el despacho de asesores legales independiente, en el cual la estructura financiera recibió una opinión legal de satisfactoria, se concluye lo siguiente:

- El Estado se encontraba facultado para celebrar el Financiamiento.
- El Contrato de Crédito y sus convenios modificatorios constituyen obligaciones válidas y jurídicamente exigibles de sus respectivas partes conforme a sus términos.
- La Ley de Deuda no establece expresamente que los fideicomisos que constituya el Estado para el pago de las obligaciones que constituyan Deuda Pública se considerarán como fideicomisos privados. Asimismo, conforme a un Oficio, proporcionado por el Estado, precisa que a pesar de que el Fideicomiso tiene el carácter de público, el mismo es y será irrevocable y el Estado renuncia a cualquier y a todos sus derechos que pudiera tener en cualquier tiempo para unilateralmente terminar o revocar el Fideicomiso, en todo o en parte, por cualquier razón.
- La afectación del Impuesto sobre Nóminas se encuentran debidamente autorizada por la legislatura del Estado.

Conclusión

La calificación crediticia de HR AA (E), con Perspectiva Estable, otorgada por HR Ratings a la operación estructurada, hecha al amparo del Fideicomiso No. 904, considera entre otras cosas, el grado de cobertura financiera y la evaluación de los flujos de efectivo futuros con los que opera dicho fideicomiso. Asimismo, se analiza el comportamiento esperado de cada uno de los mecanismos de mejora crediticia que ofrece la estructura, así como los riesgos operativos que establece el contrato de crédito.

La calificación de HR AA (E) se considera con alta calidad crediticia y ofrece gran seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Asimismo, mantiene muy bajo riesgo crediticio ante escenarios económicos y financieros adversos.

Entre las principales fortalezas de la operación, podemos mencionar las siguientes:

- En un escenario de estrés, la DSCR primaria promedio anual esperada en 2015 sería de 3.5x y de 3.2x para 2016. El promedio para los próximos cinco años, de 2015 a 2019, sería de 3.5x.
- De acuerdo con nuestra proyección del flujos, los recursos afectados disponibles al pago de este crédito podrían disminuir, durante el periodo de estrés crítico, 76.1% adicional con respecto al escenario de estrés cíclico y sería capaz de seguir cumpliendo con las obligaciones de pago.
- La afectación del 100% de los ingresos del ISN y la asignación del 75.0% de los ingresos totales para el pago de este crédito.
- La existencia de un fondo de reserva equivalente al 100% del pago del servicio de la deuda que el fiduciario deberá pagar en los próximos 3 meses.



A NRSRO Rating*

Credit
Rating
Agency

Estado de Tamaulipas

Crédito Bancario Estructurado
BANORTE (P\$5,859.5m, 2011)

HR AA (E)

Finanzas Públicas
27 de noviembre de 2014

- El incumplimiento de alguna obligación de hacer y no hacer, podría activar un evento vencimiento anticipado. Entre estas obligaciones destaca la de si el Estado no mantiene una cobertura mayor a 1.2x de manera mensual. Asimismo, será causa de vencimiento anticipado si la calificación del crédito es reducida a un nivel igual o inferior a A- por cualquier agencia calificadora de valores y la calificación quirografaria es reducida a un nivel inferior a A-. Para el caso del crédito el Estado contará con un periodo de cura de 60 días naturales, mientras que para la calificación quirografaria se contará con un periodo de 3 meses para resarcir dicho incumplimiento. Estas obligaciones no tuvieron un impacto negativo en la calificación, ya que la DSCR mínima mensual es de 2.5x y tanto el crédito como el Estado cumplen con los requisitos de la calificación mínima solicitada.
- La existencia de una cuenta preventiva, cesando los remanentes del Estado, la cual estará activada en cuanto ocurra cualquier causa de incumplimiento de alguna obligación de hacer y no hacer, independientemente del periodo de cura; representa una mejora crediticia, ya que garantizaría el pago del servicio de la deuda por cierto periodo. Esta cuenta equivale al 100% del servicio de la deuda de los próximos 12 meses.
- En caso de que los ingresos por ISN sean modificados, el Estado está autorizado de acuerdo al Decreto No. 708 para convenir la sustitución automática de los ingresos derivados de dicha contribución a fin de que los ingresos sustitutos queden afectos en pago y/o garantía al financiamiento. En caso de que no exista una sustitución, el Estado podrá afectar cualquier otro ingreso, ya sea propio y/o federal para garantizar el pago de la estructura.

Diagrama 1: Antecedentes

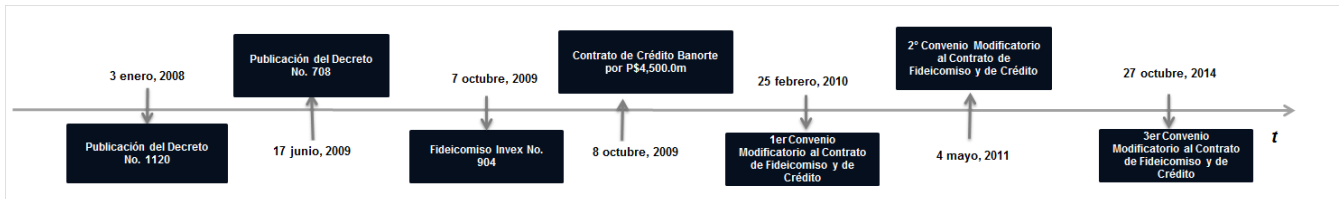
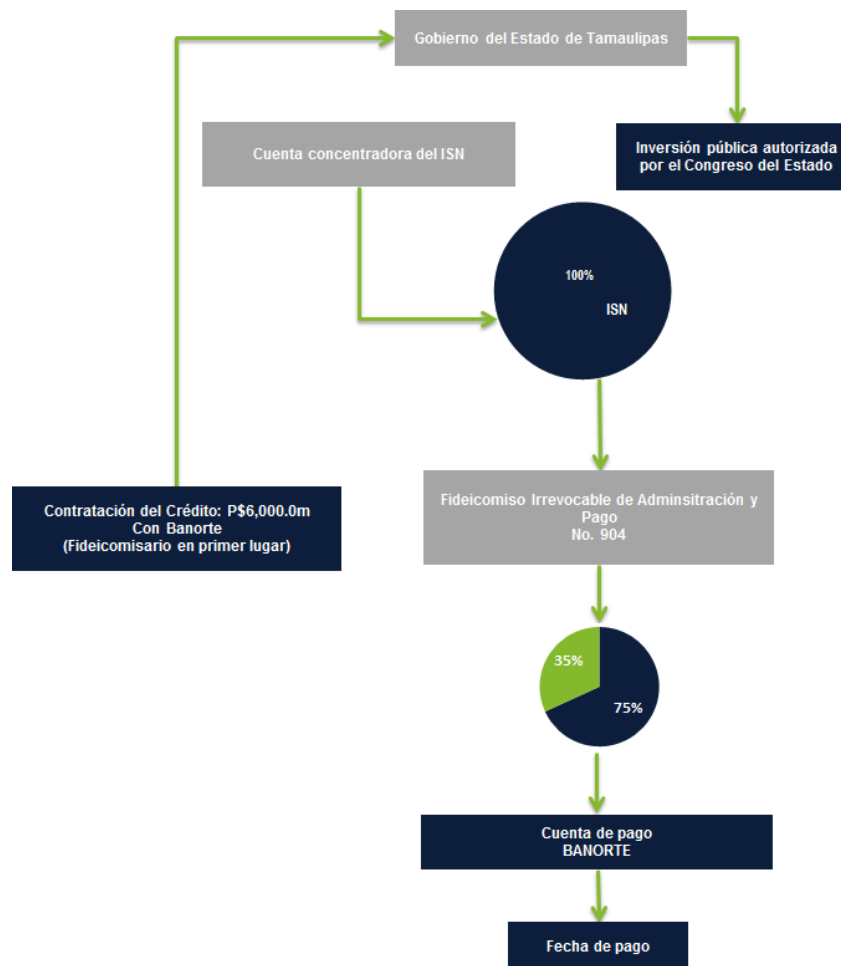


Diagrama 2: Operación de la estructura financiera



Fuente: HR Ratings



A NRSRO Rating*

Credit
Rating
Agency

Estado de Tamaulipas

Crédito Bancario Estructurado
BANORTE (P\$5,859.5m, 2011)

HR AA (E)

Finanzas Públicas
27 de noviembre de 2014

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 Ballínez +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 Productos Estructurados de Estados y Municipios: Deuda apoyada por Participaciones Federales de los Estados, 24 de enero de 2013

ADENDUM - Deuda apoyada por Ingresos Propios de las Entidades Sub – Nacionales, 22 de marzo de 2013

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	N.A.
Fecha de última acción de calificación	N.A.
Período que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Octubre 2009 a Octubre de 2014
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado, reportes del fiduciario 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.

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).

HR Ratings de Mexico, S.A. de C.V. is registered with the United States Securities and Exchange Commission as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) for this type of security. HR Ratings' recognition as an NRSRO is limited to government securities described in clause (v) of Section 3(a)(62)(A) of the U.S. Securities Exchange Act of 1934. HR Ratings is also authorized by the National Banking and Securities Commission of Mexico (CNBV) as a credit rating agency.