

## Fitch Califica 'AAA(mex)vra' los Certificados Bursátiles TFOVIS 14-3U

---

**Fitch Ratings - Monterrey, N.L. - (Diciembre 5, 2014):** Fitch Ratings llevó a cabo la siguiente acción de calificación:

- Asignó la calificación 'AAA(mex)vra' a los Certificados Bursátiles Fiduciarios (CBs) denominados TFOVIS 14-3U. La Perspectiva crediticia es Estable.

Los CBs serán emitidos por el Fideicomiso Irrevocable de Administración, Emisión y Pago F/310158 (Fideicomiso Emisor) por un monto de hasta MXN5,179.7 millones con fecha legal de vencimiento 27 de septiembre de 2044 y estarán respaldados por un portafolio de créditos seleccionados, originados y administrados por el Fondo de Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (Fovissste) los cuales, representarán la fuente principal de pago de dichos CBs tras su cesión al Fideicomiso Emisor mediante un contrato de cesión.

### FACTORES CLAVE DE LA CALIFICACIÓN

La calificación asignada considera las características del portafolio crediticio a ser bursatilizado al Fideicomiso Emisor, la estructura financiera *full-turbo* que ayuda a mitigar el riesgo liquidez y permite la amortización recurrente de los CBs en cada fecha de pago; las facultades del Fovissste como administrador primario; el papel de Administradora de Activos Financieros, S.A. (ACFIN, calificada 'AAFC2(mex)' con Perspectiva crediticia Estable por Fitch) como administrador maestro y la estructura legal de la transacción, entre otros factores.

La calificación 'AAA(mex)' también toma en cuenta la Garantía de Pago Oportuno (GPO) provista por la Sociedad Hipotecaria Federal S.N.C. (SHF, calificada 'AAA(mex)' con Perspectiva crediticia Estable por Fitch) la cual es incondicional, irrevocable y equivalente a 23.2% del saldo insoluto de los CBs; una protección crediticia adecuada e intrínseca en forma de aforo inicial de 14% [medido como  $1 - (\text{saldo de los CBs}) / (\text{saldo de los créditos hipotecarios bursatilizados vigentes})$ ]. Si bien el fideicomiso emisor considera dentro de sus gastos la comisión que debe ser pagada a SHF como contraprestación por la disponibilidad de la GPO; el repago de la GPO ejercida y los intereses devengados sobre la misma serían cubiertos en primera instancia por un Fideicomiso de Administración y Pago (Fideicomiso de Repago, F/310166) con patrimonio distinto al del Fideicomiso Emisor.

Esta transacción considera una cascada sencilla de cobranza y pagos, la posibilidad de tener avances de cobranza por parte del Fovissste y la disponibilidad de la GPO para ser utilizada en el pago de interés de los CBs y/o un aforo mínimo igual a cero. En opinión de Fitch, estos atributos mitigan los riesgos de liquidez posibles en cada fecha de pago y, junto con el aforo de cartera propuesto, proveen una protección alta crediticia a los CBs.

Fitch considera que las facultades del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (ISSSTE), a través de su fondo de vivienda (Fovissste), mitigan razonablemente el riesgo crédito de voluntad de pago y el riesgo operacional de desfase en cobranza, por depósitos no identificados, en cada fecha de pago de cupón. Estas facultades comprenden: realizar la cobranza de créditos mediante retención automática de nómina, y proveer avances en caso que algunas dependencias atrasen el entero de su cobranza.

Los consejeros legales externos contratados por Fitch concluyeron entre otros factores, que a su leal saber y entender: la transmisión de los derechos de cobro de los créditos hipotecarios al patrimonio del Fideicomiso Emisor será válida y oponible a terceros, el patrimonio del Fideicomiso Emisor será distinto e independiente del Fovissste.

### SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACIÓN

La Perspectiva crediticia es Estable. Dado su nivel actual, la calificación podría modificarse a la baja por un deterioro no esperado en su nivel de aforo, por un uso consistente o agotamiento de la GPO disponible y/o una baja en la calificación de riesgo contraparte de SHF, así como por concentraciones

excesivas en pocas dependencias a medida que el portafolio disminuye por su natural amortización que resulta en un riesgo evento (*event risk*) mayor al esperado, y/o índices elevados de cartera vencida (incluyendo prórrogas) a los inicialmente analizados por Fitch. La percepción de Fitch sobre riesgos operacionales mayores que pudieran derivar en protección crediticia menor también podría ocasionar una baja en la calificación actual.

Como parte del análisis de esta transacción, Fitch utilizó su modelo financiero para simular diversas probabilidades de incumplimiento sobre el portafolio crediticio y flujos de efectivo derivados del mismo para pagar intereses y principal de los CBs. El escenario de calificación 'AAA(mex)vra' se basó en una probabilidad de incumplimiento acumulada de 20% distribuida en 60 meses que iniciarían el mes siete de la vida de la transacción; y una probabilidad de incumplimiento acumulada de 50% para el portafolio de créditos hipotecarios cuyos flujos serán destinados al Fideicomiso de Repago. Bajo ciertos escenarios, en caso que la probabilidad de incumplimiento de los créditos hipotecarios bursatilizados alcanzara 23%, la calificación estaría presionada hacia una posible baja. Fitch asigna una tasa de recuperación dado el incumplimiento igual a cero para el escenario de calificación 'AAA(mex)vra' en bursatilizaciones de créditos originados por Fovissste.

Fitch ajusta sus modelos de flujos de efectivo para capturar el efecto de los retrasos de entero de cobranza por parte de las dependencias hacia el Fovissste mediante un rezago de 12 meses para recibir los flujos de efectivo derivados de la cobranza total proveniente de las tres dependencias más representativas, para esta transacción representan 17.9% del portafolio crediticio.

La calificadora también realiza un análisis de sensibilidad entre la actualización del valor VSM y las Unidades de Inversión (Udis), la cual considera un desfase de 22.15% durante 15 años; se ajusta anualmente el valor de la VSM y diario el respectivo a Udis. Fitch asume una tasa de prepagos igual a cero en esta transacción. Considerando que la tasa de interés de los CBs aún no ha sido determinada, Fitch llevó a cabo diversos escenarios de sensibilidad de tasas de interés.

Tomando en cuenta que los CBs aún no han sido colocados, la calificación podría modificarse si en la fecha de colocación surgieran cambios inesperados y/o fuera de los rangos en las variables utilizadas por Fitch, incluyendo la tasa de interés de los CBs, o si hubiera cambios en los documentos legales finales de la transacción.

Fitch también asignó la calificación 'A-(mex)vra' stand-alone (sin considerar la GPO provista por SHF) a los CBs TFOVIS 14-3U. La Perspectiva crediticia es Estable. La calificación 'A-(mex)vra' stand-alone también fue analizada utilizando el modelo financiero de Fitch. Este nivel de calificación se asoció a una probabilidad de incumplimiento acumulada de hasta 10.7%, durante 60 meses que empezarían por el mes siete de vida de la transacción, sobre el portafolio de créditos hipotecarios bursatilizados. Bajo ciertos escenarios, en el caso que esta frecuencia de incumplimiento acumulada llegase a estar por encima de 11.3%, esta calificación stand-alone podría ser presionada hacia una posible baja.

### **Resumen de la Transacción:**

Los CBs denominados TFOVIS 14-3U se emitirán por hasta 1,052'277,200 (Mil cincuenta y dos millones doscientos setenta y siete mil doscientas Udis) o su equivalente en pesos mexicanos y tendrán como fecha de vencimiento el 27 de septiembre de 2044. Los intereses generados por los CBs se devengarán cada mes y el principal será pagadero a la fecha de vencimiento; la estructura financiera permite amortizaciones anticipadas en cada fecha de pago.

El Fideicomiso Emisor y el Fideicomiso de Repago serán administrados por HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple (HSBC, calificado 'AAA(mex)' con Perspectiva crediticia Estable por Fitch) y el representante común de los tenedores de los CBs será Deutsche Bank México, S.A. Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria (no calificado por Fitch).

El portafolio de créditos hipotecarios bursatilizados y que serán cedidos al Fideicomiso Emisor está pulverizado en 12,922 créditos denominados en VSM con un saldo insoluto a la fecha de corte, 31 de octubre 2014, de 2,944,306 VSM que fueron otorgados y continúan administrados por Fovissste; 100% de los acreditados son trabajadores activos del sector público. Las tres dependencias con más participación suman 17.9% del saldo de los créditos que serán cedidos a dicho Fideicomiso Emisor. El Consejo de la Judicatura Federal Metropolitana es la dependencia con mayor índice de concentración

que aporta 6.7% del saldo insoluto a la fecha de corte. En opinión de Fitch, estos niveles continuarían elevándose conforme vaya madurando la transacción.

En opinión de Fitch, las características principales de este portafolio son comparables con las de los últimos TFOVIS calificados. Este portafolio muestra acreditados con antigüedad promedio ponderada de 26.5 meses, la cual Fitch considera baja, una tasa de interés anual de 5.73% e ingreso promedio de 5.2 VSM, una razón crédito a valor actual de 60.4%, niveles que se aprecian adecuados y un nivel de concentración acumulada a tres estados de 44.9%. A la fecha de corte los créditos no presentaban atrasos en pago mayores a 90 días.

En cada fecha de pago de cupón, la GPO disponible podrá ser utilizada para amortizar los CBs hasta alcanzar un nivel de aforo mínimo igual a cero y/o para completar el pago de intereses de los CBs en caso que la cobranza neta de los créditos hipotecarios bursatilizados sea insuficiente para ambos fines. La cantidad máxima disponible de GPO se calculará de la siguiente manera en cada fecha de pago: 23.2% del saldo insoluto de los CBs menos la cantidad acumulada dispuesta de GPO en períodos anteriores a la fecha de pago actual más la cantidad acumulada repagada de GPO en períodos anteriores a la fecha de pago actual.

El Fideicomiso de Repago deberá constituir, como parte de su patrimonio, una reserva de efectivo equivalente a tres pagos de intereses de los CBs. Dicha reserva será fondeada por el flujo de efectivo generado por un portafolio de créditos hipotecarios tradicionales seleccionado y administrado por Fovissste; mismo que será conservado dentro de su balance. En el caso que en una fecha de pago no existan recursos por repagar a la GPO debido a que no ha sido utilizada y la reserva en efectivo esté completamente fondeada, los recursos obtenidos por la cobranza de este portafolio de créditos hipotecarios serán enviados al Fovissste.

## **Contactos Fitch Ratings:**

Elsa Segura (Analista Líder)  
Directora Asociada  
Fitch México S.A. de C.V.  
Prol. Alfonso Reyes No. 2612,  
Monterrey, N.L. México

Georgina Alarcón (Analista Secundario)  
Directora Asociada

Juan Pablo Gíl (Presidente del Comité de Calificación)  
Senior Director

Relación con medios: Denise Bichara, Monterrey, N.L. Tel: +52 (81) 8399 9100.  
E-mail: [denise.bichara@fitchratings.com](mailto:denise.bichara@fitchratings.com).

Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por Fovissste o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

El Agente Estructurador ha informado a Fitch México, S.A. de C.V. que los CBs TFOVIS 14-3U fueron calificados, durante los 2 meses anteriores a la entrega del dictamen de esta asignación de calificación por HR Ratings S.A.P.I. de C.V., quien otorgó la calificación 'HR AAA (E), Moody's de México S.A. de C.V., quien otorgó la calificación 'Aaa.mx' y Standard and Poor's Financial Services LLC (S&P) quien otorgó la calificación 'mxAAA (sf)'. Estas calificaciones han sido asignadas y publicadas; es decir son de conocimiento público.

La información utilizada en el análisis de estas calificaciones fue proporcionada por el Fovissste a través de Análisis, Filtro e Índices, S.A.P.I. de C.V., SOFOM, E.N.R. (AFISOFOM) e incluye más no se limita a características principales crédito por crédito de aquéllos que formarán el portafolio bursatilizado usando una fecha de corte de septiembre 30, 2014, los datos disponibles de CBs denominados TFOVIS previamente calificados y documentos legales preliminares de la transacción en versiones limpias y

marcadas entre los que destacan Contrato de Fideicomiso Emisor, Contrato de Cesión, Contrato de Administración, Contrato de Administración Maestra, Contrato de Fideicomiso Repago, Contrato de Garantía de Pago Oportuno y Macrotítulo así como la opinión legal del despacho Chadbourne & Parke, S.C., entre otros. Para mayor información sobre los CBs TFOVIS 14-3U, así como para conocer el significado de la calificación asignada, los procedimientos para dar seguimiento a la calificación, la periodicidad de las revisiones, y los criterios para el retiro de la calificación puede visitar nuestras páginas [www.fitchratings.mx](http://www.fitchratings.mx) y [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

Fitch no consideró la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador de créditos y los tenedores de CBs. Sin embargo el Fovissste será el tenedor de la constancia respectiva a esta emisión de CBs, la cual está completamente subordinada a los mismos.

La calificación puede sufrir cambios, suspenderse, o retirarse como resultado de cambios en la emisión, debido a la falta de información para el análisis, o a factores externos que se consideren relevantes y pongan en riesgo la capacidad de pago oportuno de la emisión.

La estructura y proceso de votación de los comités, y de calificación se encuentran en el documento denominado "Proceso de Calificación", el cuál puede ser consultado en nuestra página web [www.fitchratings.mx](http://www.fitchratings.mx) en el apartado "Regulación".

En caso de que el valor o la solvencia del emisor se modifiquen en el transcurso del tiempo, la calificación puede modificarse al alza o a la baja, sin que esto implique responsabilidad alguna a cargo de Fitch México.

Las calificaciones mencionadas, constituyen una opinión relativa sobre la calidad crediticia de la emisión con base en su estructura de capital, mejoras crediticias y desempeño, sin que esta opinión sea una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier instrumento colocado en el mercado de valores.

La información y las cifras utilizadas para la determinación de estas calificaciones, de ninguna manera son auditadas por Fitch México, S.A. de C.V., por lo que su veracidad y autenticidad son responsabilidad de la emisora y/o de la fuente que las emite.

Metodologías aplicadas:

- Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas (Junio 4, 2014);
- Criterio de Calificación para RMBS en América Latina (Febrero 13, 2014).