

Calificación

FINAECB 15 HR AAA (E)

Perspectiva Estable

Contactos

Helene Campech

Subdirectora Instituciones Financieras
helene.campech@hrratings.com

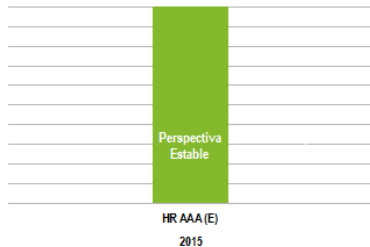
Fernando Sandoval

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

Pedro Latapi, CFA

Director General de Operaciones
pedro.latapi@hrratings.com

Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings.

Características de los Certificados Bursátiles Fiduciarios	
Clave de Pizarra	FINAECB 15
Monto	Hasta P\$200.0m
Plazo de la Emisión	48 meses equivalentes a aproximadamente 4 años.
Aforo de Emisión	1.28x
Aforo Mínimo	1.15x
Servicio de Deuda	Mensual
Tasa de Interés	TIIE a 28 días + sobretasa a determinarse el día de la Emisión
No. De Fideicomiso	F/2264
Fideicomitente	FINAE, S.A.P.I. de C.V., SOFOM, E.N.R.
Administrador	FINAE, S.A.P.I. de C.V., SOFOM, E.N.R.
Administrador Maestro	Administradora de Activos Terracota, S.A. de C.V.
Fiduciario Emisor	Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero, Fiduciario.
Representante Común	Deutsche Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria
Garante	Banco Interamericano de Desarrollo
Intermediario Colocador	Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Scotiabank Inverlat

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 con clave de pizarra FINAECB 15 es HR AAA (E), con Perspectiva Estable. La emisión con esta calificación, en escala local, se considera de la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantienen mínimo riesgo crediticio.

HR Ratings asignó la calificación de largo plazo HR AAA (E) con Perspectiva Estable para la Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra FINAECB 15.

La Emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios (CEBURS Fiduciarios) con clave de pizarra FINAECB 15 (la Emisión) se pretende realizar por un monto total de hasta P\$200.0m, con plazo legal de 1,461 días, lo que corresponde aproximadamente a 4.0 años contados a partir de la fecha de emisión. Los CEBURS Fiduciarios estarán respaldados por contratos de crédito originados y administrados por FINAE, S.A.P.I. de C.V., SOFOM, E.N.R. (FINAE y/o la Empresa). Los CEBURS Fiduciarios serán emitidos por el Fideicomiso Emisor F/2264 (el Fideicomiso) a ser constituido por FINAE en su carácter de originador, administrador y Fideicomitente de los contratos de crédito y Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero, Fiduciario (Banco Invex y/o el Fiduciario) en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso Emisor y contará con una garantía otorgada por el BID hasta por el 10.0% del saldo insoluto de la Emisión.

La calificación asignada se basa en el nivel máximo de mora que soportaría la Emisión bajo un escenario de estrés, equivalente a 32.4%, comparado con un vintage ponderado de 5.9% de la cartera originada y administrada por la Empresa de los años 2010 a 2012. Asimismo, se cuenta con un swap de cobertura para la tasa de interés acotando el riesgo por posibles fluctuaciones en la misma. Por otra parte, se cuenta con un Fondo Garantía de Primeras Pérdidas por el monto inicial de P\$9.0m para hacer frente a la cartera vencida, así como un fondo de reservas que incorpora 12 meses de gastos de mantenimiento y 6 meses de intereses. Además, se tiene la presencia de un Administrador Maestro que pudiera mitigar conflictos de interés. Aunado a lo anterior, se contrató una garantía con el BID que cubrirá hasta el 10.0% del saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios. Por parte de los flujos de la cartera, estos se encuentran pulverizados, ya que los diez clientes universales representan el 0.8% de la cartera a ceder inicialmente. No obstante, las cinco principales universidades cuentan con una elevada concentración de los flujos a ceder al representar el 99.2% del saldo insoluto inicial de la cartera, lo cual podría representar un riesgo en caso de que alguna de estas presente problemas o los convenios con dichas universidades se vean modificados. **Es importante mencionar que la calificación se encuentra sujeta a la cartera a ceder inicialmente y a las condiciones y términos presentados en los contratos proporcionados a HR Ratings, por lo que cualquier modificación significativa a los mismos podría impactar sobre la calificación asignada.**

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

- **Nivel de incumplimiento máximo que soporta la Emisión de 32.4%.** Esto comparado con un vintage ponderado de 5.9%, el cual toma en cuenta todos los pagarés. Dicha mora equivale P\$92.8m que no son cobrados y de acuerdo al saldo insoluto promedio de la cartera equivale a 4,392 créditos aproximadamente.
- **Swap de cobertura de tasa de interés.** Con el objetivo de eliminar la volatilidad de la TIIE, la Emisión contará con un swap en niveles máximos de 5.0% contratado con una institución financiera cuya calificación de contraparte sea equivalente a HR AAA.
- **Garantía parcial otorgada por el BID para el pago de capital e intereses.** Se contará con una garantía por un monto máximo equivalente al 10.0% del saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios en cada fecha para el pago de capital e intereses. En el entendido, además, que el BID no deberá en ningún caso efectuar más de 1 pago garantizado.
- **Periodo de Revolvencia de 12 meses.** Inicialmente se tendrá un aforo ((VPN de los Derechos al Cobro Transmitidos + Efectivo Disponible – Fondo de Reservas – VPN de los Derechos al Cobro Incumplidos) / Saldo Insoluto de los CEBURS Fiduciarios) de 1.28x, así como un aforo mínimo 1.15x para llevar a cabo compras de cartera a través del efectivo disponible dentro del Fideicomiso.
- **Cartera de crédito a ser cedida se encuentra pulverizada entre los clientes.** Los diez clientes principales concentran únicamente el 0.8% de la cartera a ser cedida inicialmente.
- **Fideicomiso de Recuperación para hacer frente a la cartera vencida.** Este Fideicomiso cuenta con un Fondo de Garantía de Primeras Pérdidas con P\$19.6m, de los cuales se consideran P\$9.0m para hacer frente a la cartera vencida de la Emisión. Esto tomando en consideración la proporción de cartera a ceder de FINAE para la Emisión, la cual equivale al 46.0%.
- **Fondo de Reserva que incorpora 12 periodos de gastos de mantenimiento y 6 de intereses.** Además se cuenta con un Fondo de Pago de Deuda, el cual incluye 1 mes de gastos de mantenimiento e intereses.
- **Elevada concentración por universidad.** La principal universidad concentra 77.2% y las cinco principales representan el 99.2% de la cartera a ser cedida, pudiendo representar un riesgo.
- **Presencia de un Administrador Maestro con un calificación equivalente a HR AM3 otorgada por otra agencia calificadora.** Se considera que dicho Administrador pudiera mitigar los posibles conflictos de interés entre el Administrador y la Emisión.
- **Conocimiento por parte de la Empresa del mercado objetivo al cual se le ofrecen los productos.** Los directivos cuentan con más de 110 años de experiencia acumulada en el ramo al que se enfocan.
- **Opinión Legal por parte del despacho de abogados externo que establece que la estructura cuenta con una calificación legal de “satisfactoria”.**

Principales Factores Considerados

La Emisión con clave de pizarra FINAECB 15 estará respaldada por un conjunto de créditos originados y administrados por FINAE. Inicialmente serán transmitidos al Fideicomiso 6,987 contratos de créditos otorgados para el pago de colegiaturas, los cuales suman un saldo insoluto total de P\$147.3m (sin tomar en cuenta intereses e intereses capitalizables). Por su parte, el VPN de los flujos a ser cedidos inicialmente equivalen a P\$165.5m, descontados a una tasa de 7.15%, misma que se incorpora en el escenario de estrés. Dichos contratos cuentan con un plazo remanente promedio ponderado de 12.1 meses y se encuentran pulverizados, ya que los diez principales representan únicamente el 0.8%. No obstante, la cartera se encuentra altamente concentrada en las principales universidades, donde la principal universidad representa el 77.2% y las cinco principales concentran el 99.2% de la cartera.

Por otro lado, HR Ratings realizó un análisis para determinar la mora máxima que soportaría la Emisión y aun así continuar haciendo frente a sus obligaciones en tiempo y forma. Dentro de este escenario se consideraron ciertos supuestos, en los cuales se asumió una tasa de 7.15% que equivale a 5.0% de tasa máxima debido a la cobertura contratada más una sobretasa de 215 puntos base, la cual no representa referencia alguna de la sobretasa real que se determine en la colocación. Asimismo, se asumió que los recursos disponibles en el fondo para la adquisición de Nuevos Derechos al Cobro son utilizados al 100.0%. Esto con el fin de evitar que los recursos disponibles para la originación de cartera sean utilizados para realizar amortizaciones. De esta manera, se incorporó una mora mensual de 1.0% dentro del Periodo de Revolvencia y 1.6% en el Periodo de Pass-Through, llevando a que la mora máxima acumulada que soporta la Emisión sea de 32.4%. En este escenario se asume una recuperación de 0.0%, ya que se considera que ante una situación adversa la capacidad de recuperar esta cartera sería limitada. De acuerdo con lo anterior se obtuvo lo siguiente:

Tabla 1. Flujo de Efectivo

Flujo de Efectivo (P\$m)	Periodo de Revolvencia	Periodo de Pass-Through	Periodo Total
Cobranza Esperada	\$ 73.8	\$ 281.7	\$ 355.5
- Cedida	\$ 48.7	\$ 143.0	\$ 191.7
- Originada	\$ 25.1	\$ 138.7	\$ 163.8
- Cobranza No Realizada	\$ 4.5	\$ 88.3	\$ 92.8
- Cedida	\$ 3.3	\$ 48.4	\$ 51.7
- Originada	\$ 1.1	\$ 39.9	\$ 41.0
Cobranza Real	\$ 69.3	\$ 193.4	\$ 262.7
+ Ingreso por Intereses	\$ 2.0	\$ 0.7	\$ 2.7
+ Uso de Reservas	\$ -	\$ 9.1	\$ 9.1
+ Efectivo Inicial	\$ 89.1	\$ -	\$ 89.1
+ Uso Fondo Primeras Pérdidas	\$ 3.4	\$ 20.3	\$ 23.7
+ Uso Garantía BID	\$ -	\$ 0.1	\$ 0.1
- Restitución de Reserva	\$ -	\$ -	\$ -
- Gastos de Mantenimiento	\$ 2.0	\$ 6.0	\$ 8.0
- Comisión Garantía BID	\$ 0.3	\$ 0.4	\$ 0.7
- Efectivo para Revolvencia	\$ 147.4	\$ -	\$ 147.4
- Gastos por Intereses	\$ 14.3	\$ 17.2	\$ 31.5
- Amortizaciones	\$ -	\$ 200.0	\$ 200.0
- Efectivo Final	\$ -	\$ (0.0)	\$ (0.0)
Entradas - Salidas	0.0	0.0	0.0

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

Por otra parte, se realizó un análisis de cosechas de la cartera originada y administrada por FINAE, en el cual se analizó el comportamiento de la cartera vencida con más de 180 días de atraso. Esto tomando en cuenta los créditos originados desde el primer semestre de 2010 y hasta el primer semestre de 2014. No obstante, para el cálculo del vintage ponderado únicamente se incluyen los créditos originados durante 2010, 2011 y 2012, ya que se considera que la cartera de 2013 y 2014 no cuenta con la maduración

adecuada. Asimismo, y de acuerdo con los criterios de elegibilidad de la Emisión, no se incluyen los estudiantes pertenecientes al nivel socioeconómico “E”, ni del Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), ni tampoco aquellos estudiantes que solamente hayan solicitado financiamiento para los dos últimos periodos de la carrera. De esta manera, HR Ratings calculó el promedio ponderado de la cartera con incumplimientos a más de 180 días de las cosechas originadas durante 2010, 2011 y 2012, lo que dio como resultado que la cartera vencida promedio ponderada de acuerdo con el monto de la cartera originada por semestre (vintage) es de 5.9%.

Descripción de la Transacción

La Emisión con clave de pizarra FINAECB 15 consiste en la bursatilización de los derechos de cobro de contratos de crédito otorgados por FINAE para el pago de las colegiaturas que los estudiantes se obligan a cubrir a diversas universidades acreditadas y participantes en el programa de financiamiento implementado por FINAE para el apoyo a la educación. Asimismo, se cuenta con la capacidad de adquirir nuevos contratos de crédito a partir de los recursos obtenidos de la colocación de los CEBURS Fiduciarios durante el Periodo de Originación de Nuevos Contratos, lo que da un Periodo de Revolvencia total de 12 meses a partir de la Fecha de Emisión. Por otro lado, el plazo legal de la Emisión es de 48 meses, mientras que el aforo inicial es de 1.28x y durante el Periodo de Revolvencia se debe mantener un aforo mínimo de 1.15x para la liberación de recursos para adquirir nuevos derechos al cobro.

El pago de intereses se realizará de manera mensual, a una tasa de interés bruta anual calculada como la suma de la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días (TIIE 28 días) más una sobretasa a determinarse el día de la Emisión. Es relevante mencionar que la Emisión contará con un swap que cubrirá la diferencia entre la TIIE a 28 días y el nivel pactado para la misma. El swap de cobertura será de máximo 5.0% y será utilizado siempre y cuando la TIIE a 28 días sea superior a 5.0%. En cualquier momento, el Fideicomitente tendrá derecho de solicitar al Fiduciario la amortización, ya sea parcial o total, anticipada de los CEBURS Fiduciarios mediante el pago al Fiduciario del monto de amortización anticipada más una prima de amortización anticipada.

Asimismo, la Emisión contará con un Fondo de Reserva, en el cual se incorpora lo que resulte menor entre 12 meses de gastos de mantenimiento y el monto de gastos de mantenimiento multiplicado por el número de periodos restantes de la Emisión. Además de incorporar lo que resulte menor entre 6 meses de gastos por intereses o el monto de gastos por intereses multiplicado por el número de periodos restantes de la Emisión. Por otra parte, la Empresa tiene un Fideicomiso de Recuperación que cuenta con un Fondo de Garantía de Primeras Pérdidas para hacer frente a la cartera vencida, el cual podrá ser utilizado para esta Emisión. Dicho fondo equivale a P\$19.5m, de los cuales se consideran P\$9.0m para hacer frente a la cartera vencida de la Emisión. Esto tomando en cuenta que para la Emisión, inicialmente FINAE cederá el 46.0% de su cartera. Asimismo, se considera que de cada crédito que se origine durante el Periodo de Revolvencia, la universidad correspondiente destinará el 10.0% a este Fondo de Garantía para hacer frente a la cartera vencida de la Emisión, llevando a que aumente en cada desembolso. La Emisión contará con una garantía otorgada por el BID, la cual garantiza, el pago de intereses ordinarios y principal. El monto máximo de la garantía equivale al 10.0% del saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios en esa fecha. En el entendido, además, que el BID no deberá en ningún caso efectuar más de 1 pago garantizado.

Opinión Legal

La opinión legal sobre la Emisión con clave de pizarra FINAECB 15 fue realizada por el despacho Chávez Vargas Abogados, S.C., quienes revisaron la documentación e información legal que les fue proporcionada por HR Ratings. Los cuales establecen que los Documentos de la Emisión constituyen y constituirán, respectivamente, obligaciones válidas y jurídicamente exigibles conforme a sus términos. Asimismo, el Contrato de Garantía, una vez celebrado, constituirá obligaciones válidas y jurídicamente exigibles a sus respectivas partes conforme a sus términos. Además, con base en la Escala de Calificaciones para los Asesores Legales proporcionado por HR Ratings al despacho, consideran que la estructura autorizada cuenta con una calificación legal de “satisfactoria”.

Glosario Financiamientos Estructurados

Mora Acumulada. ((Flujo Vencido Pass Through + Flujo Vencido en Revolvencia) / (Flujo Total Pass Through + Flujo Vencido en Revolvencia))

Mora Mensual. Cobranza No Realizada durante el mes / Cobranza Esperada durante el mes

Vintage o Análisis de Cosechas. Promedio ponderado de la cartera vencida con incumplimiento a más de 180 de acuerdo al monto de la cartera originada por semestre

HR Ratings Alta Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

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

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Director General

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

Análisis

Dirección General de Análisis

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

Dirección General de Operaciones

Pedro Latapí +52 55 1253 6532
pedro.latapi@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

Instituciones Financieras / ABS

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

Roberto Ballinez +52 55 1500 3143
roberto.ballinez@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

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

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 Respaldada por los Flujos Futuros Generados de un Conjunto de Cuentas por Cobrar (México), mayo de 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 2010 a enero 2015
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Agente Estructurador y/o Fideicomitente
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Administradora de Activos Terracota equivalente a HR AM3 otorgada por Fitch Ratings. Banco Interamericano de Desarrollo equivalente a HR AAA otorgada por Moody's y Standard and Poor's
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	La calificación ya incorpora dicho factor de riesgo

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores

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 calificadora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante 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).