

Calificación

VRTCB 20 HR AA+ (E)
Perspectiva Estable

Calificación Crediticia



Feb-20
HR AA+ (E)

Fuente: HR Ratings.

Características de los Certificados Bursátiles Fiduciarios	
Clave de Pizarra	VRTCB 20
Monto de la Emisión	P\$600.0m
Plazo de la Emisión	60 meses equivalente a 5.0 años
Periodo de Revolverencia	24 meses equivalente a 2.0 años
Periodo de Pass Through	36 meses equivalente a 3.0 años
Amortización	Full-Turbo
Servicio de Deuda	Mensual
Tasa de Interés	TIIE de hasta 29 días + sobretasa definir
Aforo Inicial de la Emisión	1.40x
Aforo Mínimo de la Emisión	1.30x
Aforo Requerido de la Emisión	1.40x
Administrador y Fideicomitente	Vanrenta, S.A. de C.V.
Administrador Maestro	Administradora de Activos Terracota, S.A. de C.V.
Fiduciario Emisor	CI Banco, S.A. Institución de Banca Múltiple
Representante Común	Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero
Agente Estructurador	Atmósfera Estrategia Financiera S.C.
Intermediario Colocador	Vector Casa de Bolsa, S.A. de C.V.

Fuente: HR Ratings con información de la Documentación Legal de la Emisión.

Contactos

Akira Hirata
Asociado Sr.
akira.hirata@hrratings.com

Brianda Torres
Analista Sr.
brianda.torres@hrratings.com

Angel García
Subdirector Sr. de Instituciones
Financieras / ABS
angel.garcia@hrratings.com

HR Ratings asignó la calificación de HR AA+ (E) con Perspectiva Estable para la Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra VRTCB 20 por un monto de hasta P\$600m

La asignación de la calificación se sustenta en la Mora Máxima que soporta la Emisión en un escenario de estrés de 27.7%, en comparación con una TIH del portafolio originado por Vanrenta de 3.2%, lo que resulta en una VTI de 8.7x. La calificación incorpora un castigo debido a la relación que se tiene con la capacidad de administración de Vanrenta, la cual ha mostrado un deterioro en periodos recientes. Cabe destacar que la Emisión cuenta con un elevado monto de efectivo, por lo que se requiere un acelerado ritmo de originación para emplear todos los recursos, por lo cual HR Ratings ha considerado en su análisis la cosecha con mayor deterioro, dado que se consideraría probable que la nueva originación presente este comportamiento, llegando a una TIH de 3.2%. La Emisión cuenta con mejoras crediticias al descontar el VPN para el cálculo del aforo a la misma tasa de la Emisión, lo que garantiza que el activo y el pasivo tengan la misma tasa durante toda la vigencia de la Emisión. Adicionalmente, se cuenta con una reserva de mantenimiento y reserva de intereses, que garantizan el pago de estos conceptos por al menos tres meses; también se tienen adecuados criterios de elegibilidad que limitan la concentración de clientes principales, industrias y tipos de activos.

Análisis de Flujo de Efectivo

- **Fortaleza de la Emisión a través los Derechos al Cobro Cedidos y al efectivo fideicomitido para originar nueva cartera.** La cobranza no realizada por mora que soporta la Emisión es equivalente al incumplimiento de 289 clientes, de acuerdo con el saldo promedio de P\$0.8m por cliente de la cartera cedida.
- **Sólidos niveles de Aforo¹, al contar con un Aforo Requerido de la Emisión de 1.40x y un Aforo Mínimo de 1.30x.** El nivel de aforo inicial de 1.40x resulta al contar con P\$530.2m de VPN de Derechos al Cobro cedidos y efectivo computable por P\$309.8m.
- **Reserva de mantenimiento y reserva de intereses que contienen recursos para el pago de tres meses de esos conceptos.** Esto brinda liquidez a la Emisión ante problemas operativos, cubriendo el pago de estos conceptos por al menos tres meses.
- **El valor residual que recibirá el Fideicomiso será determinado por cierto porcentaje dependiendo el plazo del contrato.** Este valor será menor al 50.0% del valor residual establecido en el contrato, por lo cual ya no se incorpora un castigo de riesgo de mercado adicional.
- **Contratación de un Instrumento de Cobertura (CAP) para la TIIE de hasta 29 días en un nivel esperado de 8.5%.** El CAP deberá ser contratado con una contraparte cuya calificación sea equivalente a HR AAA.

¹ Cálculo del Aforo = (VPN de los Derechos al Cobro Elegibles + Efectivo Fideicomitido – Fondo de Pagos Mensuales) / SI CEBURS Fiduciarios.

Factores Adicionales Considerados

- **Presencia de un Administrador Maestro, con una calificación equivalente a HR AM3+ con Perspectiva Positiva.** La participación de Terracota² como Administrador Maestro delimita el riesgo de conflicto de interés entre Vanrenta y la Emisión, además de proporcionar reporte independiente de la transacción.
- **Adecuados Criterios de Elegibilidad que limitan la concentración de la Emisión a clientes, activos e industria.** Al establecer una concentración máxima a cliente principal del 4.0% y concentración máxima de los diez clientes principales al 35.0%.
- **Existencia de un Fideicomiso Maestro de Cobranza.** Esto brinda una fortaleza ya que existe una separación real de los flujos entre el Fideicomitente y el Fideicomiso.
- **Detallado procedimiento para realizar la Sustitución de Administrador Primario en caso de requerirse.** En el cual se muestran las acciones a tomar por parte del Administrador Primario Sustituto para realizar la cobranza y generación de reportes.
- **Opinión legal elaborada por un despacho legal independiente que establece la transmisión válida y oponible a terceros de los Derechos al Cobro del Fideicomiso.**

Factores que Podrían Bajar la Calificación

- **Deterioro en la calidad de la cartera, lo que impactaría negativamente el análisis de cosechas de Vanrenta.** La baja en la calificación podría ocurrir al incrementarse la TIH a niveles de 6.2% (vs. 3.2% en el nivel actual), lo que resultaría en que la VTI se situara en niveles menores a 4.5x considerando los niveles actuales de MM.

Factores que Podrían Subir la Calificación

- **Mejoras en la capacidad de administración de Vanrenta además de consistencia y estabilidad en la generación de resultados netos periodo a periodo.**

Características de la Transacción

La Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra VRTCB 20³ se pretende realizar por un monto de hasta P\$600.0m, a un plazo legal de 60 periodos mensuales, de los cuales 24 pertenecerán al Periodo de Revolvencia en donde se podrán realizar cesiones de cartera al Fideicomiso y contraprestaciones respectivas. Se tendrá un Aforo Inicial y un Aforo Requerido de la Emisión de 1.40x, mientras que el Aforo Mínimo de la Emisión será de 1.30x.

Después del Periodo de Revolvencia, se pasará al Periodo de Amortización el cual tendrá 36 periodos mensuales y donde la totalidad de los recursos se destinará a la amortización del principal de los CEBURS Fiduciarios, además del pago de mantenimiento e intereses. Los CEBURS Fiduciarios serán emitidos por el Fideicomiso Irrevocable de Emisión, Administración y Pago⁴ conformado por Vanrenta⁵ como Fideicomitente, por CI Banco⁶ como Fiduciario y por Monex⁷ como Representante Común. La Emisión estará respaldada por Derechos al Cobro provenientes de contratos de arrendamiento puro originados y administrados por Vanrenta.

² Administradora de Activos Terracota S.A. de C.V. (Terracota).

³ Certificados Bursátiles Fiduciarios con clave de pizarra VRTCB 20 (los CEBURS Fiduciarios y/o la Emisión).

⁴ Fideicomiso Irrevocable de Emisión, Administración y Pago (el Fideicomiso Emisor y/o el Fideicomiso).

⁵ Vanrenta S.A. de C.V. (Vanrenta y/o el Fideicomitente y/o el Administrador Primario).

⁶ CI Banco, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria (CI Banco y/o el Fiduciario).

⁷ Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero (Monex y/o el Representante Común).

Perfil del Fideicomitente

Vanrenta nace en 2008 como parte del Grupo Vanguardia, un grupo de agencias automotrices con sede en Guadalajara, Jalisco. Fue así como los accionistas del Grupo decidieron constituir la Arrendadora como una solución financiera para los clientes de las agencias automotrices, apoyándolos a adquirir automóviles e incentivándolos a renovarlos. El nicho de negocio de Vanrenta está dirigido en el otorgamiento de una solución financiera para la adquisición de activos al sector PyME's⁸ y personas físicas con actividad empresarial, especializándose en el arrendamiento de automóviles. La oficina matriz se ubica en Guadalajara, Jalisco y además se tienen las agencias de automóviles del Grupo, de las cuales seis se ubican en el estado de Jalisco, una en Querétaro y otra en Aguascalientes.

Matriz de Riesgos

A continuación, HR Ratings presenta un análisis de los factores de riesgo, así como factores de fortaleza en el ámbito legal, operativo y financiero de la Emisión, con un enfoque principalmente en factores cualitativos y operativos de la transacción:

Tabla 1. Matriz de Riesgos		
Riesgo Operativo	Riesgo Financiero	Riesgo Legal
Fortaleza: Presencia de un Administrador Maestro.	Riesgo: Concentración alta en el estado de Jalisco.	Fortaleza: Opinión legal satisfactoria otorgada por un despacho legal independiente.
Fortaleza: Presencia de un Fideicomiso Maestro de Cobranza.	Riesgo: Concentración alta de la cartera en clientes principales.	Fortaleza: Contratos de arrendamiento a plazo forzoso y con su respectivo pagaré.
Fortaleza: El Administrador Maestro deberá realizar visitas de inspección en las oficinas del Fideicomitente donde se conste la existencia de los Derechos al Cobro cedidos, así como sus respectivos contratos de arrendamiento, pagarés, notificaciones de transmisión y documentos que sustenten el cumplimiento de los Requisitos de Elegibilidad.	Riesgo: Elevada originación mensual que tiene que realizar Vanrenta para utilizar todos los recursos de la Emisión. Ante este fuerte ritmo de originación, se podría presentar un posible deterioro en la calidad de la cartera.	
Fortaleza: Mecanismo de Sustitución del Administrador Primario en caso de requerirse; donde en caso de realizarse la sustitución, Terracota será el encargado.	Fortaleza: Baja dependencia de la Emisión a la venta de residuales, al contar con un criterio de elegibilidad, que limita la suma de los valores residuales al 15.0% respecto al valor nominal de los Derechos al Cobro Transmitidos.	
	Fortaleza: Al menos el 70.0% de los derechos al cobro deberán ser equipo de transporte; este tipo de activos tienen un mercado secundario con mayor liquidez.	
	Fortaleza: Cesión de las pólizas de seguro de los bienes en arrendamiento cedidos al Fideicomiso.	

Fuente: HR Ratings.

⁸ Pequeñas y Medianas Empresas (PyME's).

Características del Colateral y Criterios de Elegibilidad

La Emisión estará respaldada por Derechos al Cobro provenientes de contratos de arrendamiento, principalmente de equipo de transporte y una menor proporción de otro tipo de activos como maquinaria especializada, los cuales fueron originados por Vanrenta. Estos Derechos al Cobro consideran la cobranza de rentas, así como de residuales, donde únicamente los residuales de los equipos de transporte son considerados para el cálculo del aforo y el valor residual está realizado con base a cierto porcentaje del valor factura del bien dependiendo del plazo del contrato de acuerdo con las políticas de originación del Fideicomitente.

El valor nominal de los Derechos al Cobro a ser cedido asciende a P\$606.1m y su VPN descontado a una tasa de 10.35% y de acuerdo con el criterio de cómputo de residuales establecido en su documentación legal asciende a P\$530.2m esto al corte de noviembre de 2019. El portafolio se encuentra distribuido en 1,274 contratos y 634 clientes, con lo que el saldo promedio por contrato es de P\$0.4m mientras que el saldo promedio por clientes es de P\$0.8m. Con respecto al plazo original y remanente promedio ponderado, estos se ubican en 40.8 y 29.0 meses. Es importante mencionar que para satisfacer el Aforo Inicial de la Emisión de 1.40x, se requerirá un monto en efectivo de P\$309.8m considerando un monto de hasta P\$600.0m de saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios, por lo que los Derechos de Cobro únicamente representarán el 63.1% del Patrimonio del Fideicomiso inicialmente.

Tabla 2. Características de los Activos Cedidos

Número de Contratos	1,274.0
Número de Clientes	634
Número de Grupos de Riesgo Común	622
Valor Nominal de los Derechos al Cobro*	606.1
Valor Presente Neto de los Derechos al Cobro*	530.2
Saldo Promedio por Contrato**	416.2
Saldo Promedio por Cliente**	836.3
Efectivo Fideicomitado Computable para el Aforo*	309.8
Plazo Original Promedio Ponderado	40.8 meses
Plazo Remanente Promedio Ponderado	29.0 meses
Razón de Residual a Flujo Esperado Total	8.6%

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

*Cifras en millones de pesos.

**Cifras en miles de pesos.

Distribución del Colateral

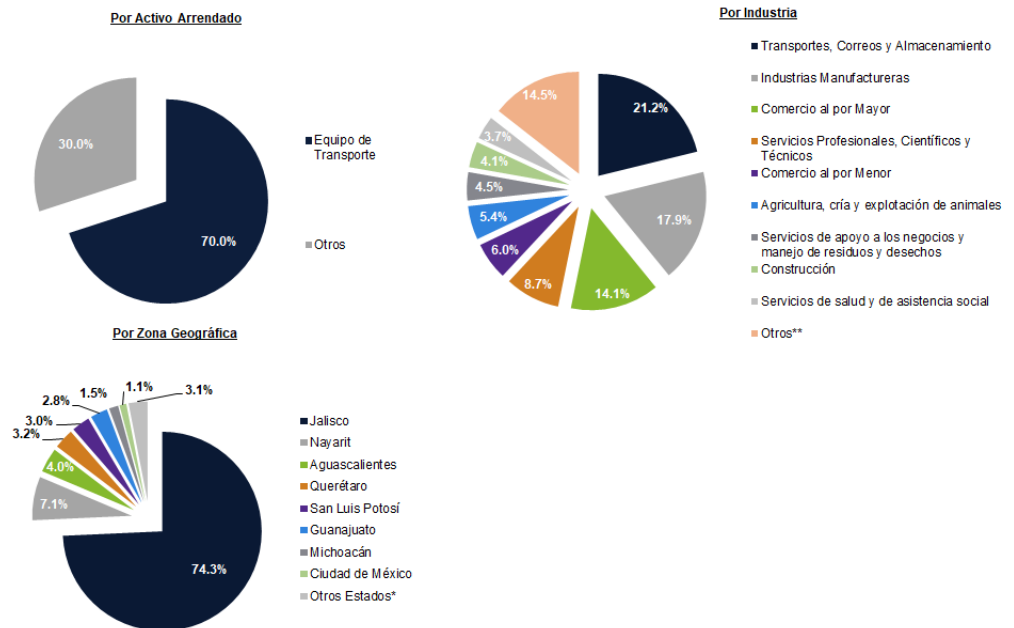
En cuanto a la distribución del colateral, se muestra una concentración a equipo de transporte principalmente automóviles y transporte ligero, los cuales representan el 70.0% del total de los Derechos al Cobro cedidos, lo cual es el porcentaje mínimo establecido en los Criterios de Elegibilidad. La preponderancia de equipo de transporte en el portafolio a ser cedido resulta adecuada a consideración de HR Ratings, debido al amplio mercado secundario para este tipo de activos, a diferencia de activos más especializados.

Respecto a la distribución por sector, el principal es el sector de transporte, correo y almacenamiento, seguido del sector de industrias manufactureras con el 21.2% y el 17.9% de la participación respectivamente. Sin embargo, los Derechos al Cobro a ser

cedidos están compuestos por 20 sectores distintos, lo cual brinda una adecuada diversificación.

Los Derechos al Cobro a ser cedidos están distribuidos en 20 entidades federativas, sin embargo, 74.3% está originado en el Estado de Jalisco. A pesar de mostrar una elevada concentración en esta entidad federativa, consideramos que Jalisco muestra un adecuado ritmo de actividad económica, lo que reduce parcialmente este riesgo.

Gráfica 1. Distribución del Colateral



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

*Otros Estados: Estado de México, Baja California, Veracruz, Colima, Nuevo León, Puebla, Sinaloa, Baja California Sur, Tamaulipas, Zacatecas, Quintana Roo, Hidalgo.

**Otros: Otros servicios excepto actividades gubernamentales, Servicios Financieros y de Seguros, Servicios inmobiliarios y de alquiler, Corporativos, Servicios de alojamiento temporal, Servicios de esparcimiento culturales, Minería, Servicios educativos, Información en medios masivos, Actividades Legislativas, Generación, transmisión y distribución de energía eléctrica.

Criterios de Elegibilidad

Se han establecido una serie de criterios de elegibilidad, que limitan la concentración a clientes principales, a tipo de activos, y a tipo de industrias, con lo cual los Derechos al Cobro cedidos presentarán una mayor diversificación, reduciendo el riesgo a una industria en específico o a un cierto tipo de activo. Además de esto, se establecen otros criterios para considerar elegible el Derecho al Cobro, como que este no cuente con incumplimientos de más de 30 días, y que al menos se haya realizado el pago de tres rentas para ser considerado elegible.

Con respecto a la concentración por clientes principales, se establece un límite de concentración del cliente principal de 4.0% sobre el Patrimonio del Fideicomiso, mientras que la concentración de los diez clientes principales no deberá exceder el 35.0%, lo cual resulta adecuado.

En la tabla siguiente se mencionan algunos de los Criterios de Elegibilidad principales:

Tabla 3. Criterios de Elegibilidad

No sea un Derecho al Cobro con más de 30 días de atraso en el pago de sus rentas conforme el Contrato de Arrendamiento respectivo.

Únicamente Contratos de Arrendamiento denominados en Pesos Mexicanos.

Que el cliente no tenga antecedentes de atrasos de más de 90 días con Vanrenta y si el cliente es nuevo que haya pagado al menos tres rentas de manera puntual.

Que los Derechos al Cobro se encuentren libres de cualquier gravamen.

Que el bien mueble arrendado transmitido al Fideicomiso cuente con una póliza de seguro vigente que ampare dicho bien contra pérdida, robo, daño o destrucción de este.

TIR mínima para un Contrato de Arrendamiento de 8.0% anual.

Que el Derecho al Cobro no sea pagadero por alguna entidad gubernamental, ya sea federal, local o municipal, por un organismo descentralizado o una empresa productiva del estado.

Que el Valor Presente de los Derechos al Cobro Transmitidos a cargo de un Arrendatario o Grupo de Riesgo Común respecto al valor total del Patrimonio del Fideicomiso no supere un 4.0%.

Que el Valor Presente de los Derechos al Cobro Transmitidos a cargo de los diez Arrendatarios Principales respecto al valor total del Patrimonio del Fideicomiso no superen un 35.0%.

Que el Derecho al Cobro no derive de un Contrato de Arrendamiento de aeronaves o embarcaciones.

No contratos de arrendamiento a partes relacionadas del Fideicomitente.

Que al menos el 70.0% del Valor Nominal de todos los Derechos al Cobro transmitidos, tengan como bien arrendado equipo de transporte.

Que como máximo el 10.0% del Valor Nominal de todos los Derechos al Cobro transmitidos, tengan como bien arrendado equipo de cómputo.

Que como máximo el 30.0% del Valor Nominal de todos los Derechos al Cobro transmitidos, no pertenezca a una misma industria según el catálogo del INEGI.

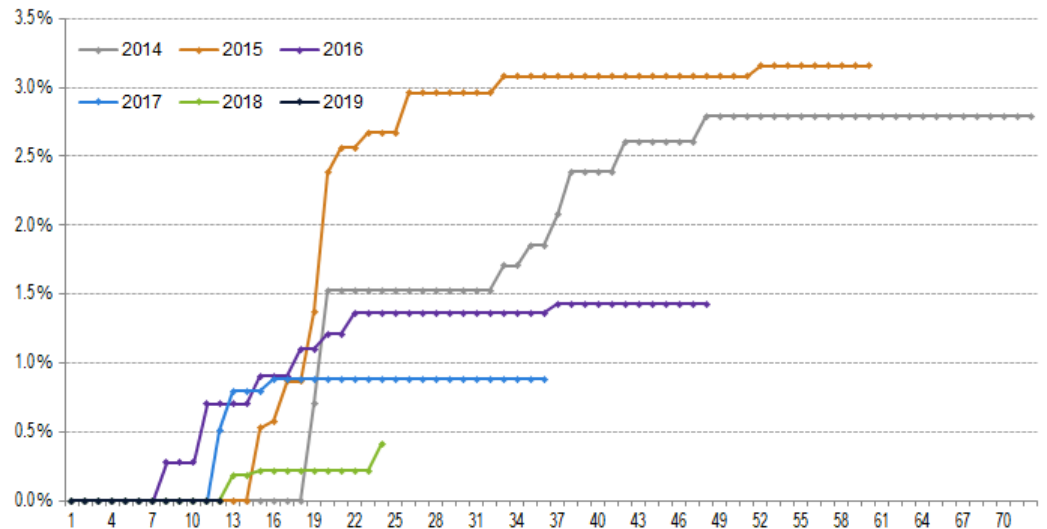
Que la suma de todos los valores residuales de los bienes muebles arrendados no rebase el 15.0% respecto del Valor Nominal de todos los Derechos al Cobro transmitidos.

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

Análisis de Cosechas y TIH

El análisis de cosechas de Vanrenta considera como portafolio vencido aquellos contratos con atrasos mayores a 90 días. Este análisis muestra las cosechas desde 2014 a diciembre de 2019. La cosecha con mayor deterioro es la de 2015 alcanzando un nivel máximo de 3.2%, la cual está compuesta por 15 contratos vencidos distribuidos entre 9 clientes; cabe resaltar que el último cliente que cayó en cartera vencida para esta cosecha fue en abril de 2019 por un monto de P\$77,471, el cual ya terminó de liquidar el adeudo. El comportamiento de la morosidad muestra una tendencia a la baja, al disminuir considerablemente hacia 2016 cerrando con 1.4%, como resultado de revisiones a las políticas de originación año con año además de mejoras en la cobranza preventiva. De igual manera, hacia 2017 se observa mejor comportamiento en cuanto al desempeño de la cartera, lo cual es considerado positivo.

Gráfica 2. Vintage 2014-2019 Portafolio en Arrendamiento



Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente y Agente Estructurador al cierre de Diciembre de 2019.

Para el cálculo de la TIH, se incorpora únicamente la cosecha de 2015 la cual presenta mayor deterioro, esto debido a que se considera probable que la calidad de la cartera se deteriore ante la necesidad de Vanrenta de originar un monto mensual elevado, cuyo promedio es de P\$44.6m. Vanrenta deberá originar un monto considerablemente alto de manera mensual para acabarse los recursos de la Emisión, por lo que se podría tener un deterioro en la calidad de la cartera llegando a niveles de mora máxima históricos, cerrando así la TIH en un nivel de 3.2%, el cual a pesar de ser el más elevado de Vanrenta de manera histórica es considerado un nivel adecuado.

Tabla 4. TIH

Año	Contratos Originados	Contratos Vencidos	Clientes	Clientes Vencidos	Monto Originado*	Máxima Mora
2014*	236	21	128	8	75.8	2.8%
2015	305	15	151	9	105.8	3.2%
2016	389	19	207	5	152.1	1.4%
2017	463	3	281	3	240.2	0.9%
2018*	507	3	290	2	323.3	0.4%
2019*	591	0	347	0	454.3	0.0%
TIH	2,491	61	1,404	27	1,352	3.2%

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

* Cifras en millones de pesos.

Análisis de Residuales

En cuanto al análisis de *stick-rate* en la tabla cinco, se muestra de manera anual el comportamiento de los residuales, indicando si los residuales efectivamente fueron comprados, si fueron devueltos, si hubo una renovación de contrato o bien si se sufrió un siniestro. Durante los años de 2014 a 2016 la compra de residuales se mostró en promedio en 71.7%, luego hacia 2017 este porcentaje incrementó llegando a niveles de 88.1%, para luego mostrar nuevamente una tendencia hacia la baja cerrando al 3T19 en niveles de 66.2%. Considerando el comportamiento de los residuales desde 2013 al 3T19 se obtiene un *stick-rate* de 75.7%. Cabe destacar que del 2018 al 3T19 se incrementó el porcentaje de devolución, debido a razones particulares de cada uno de los clientes, sin embargo, de estas devoluciones, los clientes que obtuvieron un nuevo contrato se incrementaron al pasar de 69.0% a 83.0%.

Tabla 5. Stick Rate

Año de Origenación	2013	2014	2015	2016	2017	2018	3T19
Compra a Valor Residual	85.5%	70.1%	73.9%	71.2%	88.1%	75.1%	66.2%
Devolución	1.8%	0.0%	4.5%	3.5%	0.4%	1.8%	11.6%
Renovación	7.3%	29.9%	21.6%	24.2%	9.5%	17.9%	12.4%
Siniestro	5.5%	0.0%	0.0%	1.0%	2.1%	5.3%	9.8%
Promedio							75.7%

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

Cabe resaltar que la cobranza esperada no se ajusta por riesgo de mercado, dado que los valores residuales que recibirá el Fideicomiso ya incorporan un castigo en comparación al valor residual establecido en los contratos de arrendamiento. Esto en línea a lo establecido en la documentación legal, donde se especifica que el valor del residual será el monto menor entre el valor residual asignado al cliente y el resultado de multiplicar el valor factura por el porcentaje correspondiente de acuerdo con el plazo del contrato, lo cual es mostrado en la tabla siguiente. De los Derechos al Cobro a ceder, el valor de todos los residuales asignados a los clientes incorporando el IVA es de P\$244.5m, mientras que los residuales de todos los contratos aplicando los porcentajes correspondientes tienen un valor de P\$82.8m representando el 33.8% del valor que los clientes deberán pagar. Posteriormente, a estos valores residuales se le restan los depósitos en garantía, con lo que de esta manera el valor nominal de los valores residuales totales a ceder es de P\$55.1m.

Tabla 6. Valor Máximo Estimado de los Bienes Arrendados

Tipo de Bien Mueble Arrendado	Plazo Original del Contrato	Porcentaje Máximo del Valor Inicial del Bien Arrendado
Vehículo Automotor	1 - 12 meses	22.0%
Vehículo Automotor	13 - 24 meses	19.0%
Vehículo Automotor	25 - 36 meses	17.0%
Vehículo Automotor	37 - 48 meses	11.0%
Vehículo Automotor	49 - 60 meses	8.0%
Vehículo Automotor	más de 60 meses	0.0%
Otro Bien Mueble que no sea Vehículo Automotor	1 - 60 meses	0.0%

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

Análisis de Flujo de Efectivo

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

Escenario de Estrés

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

- A. Monto de la Emisión por hasta P\$600.0m.
- B. Servicio de la deuda mensual, con pagos de intereses durante el Periodo de Revolvencia, y de principal e intereses durante el Periodo de Amortización.
- C. La Tasa de la Emisión promedio ponderada ascendería a 10.9%, siendo equivalente a una TIIE promedio ponderada en un nivel de 7.7% en un escenario de estanflación y una sobretasa de 3.2%. Las tasas de interés utilizadas por HR Ratings no hacen referencia alguna a las tasas de interés a ser determinadas al momento de su colocación en el mercado.
- D. Contratación de un instrumento derivado de cobertura (CAP) para la TIIE durante toda la vigencia de la Emisión con una contraparte cuya calificación es equivalente a HR AAA, considerando un nivel indicativo de 8.5%. Sin embargo, la curva de tasas proyectada por HR Ratings para los periodos siguientes no llegaría a un nivel de 8.5%, por lo que el impacto del CAP sería limitado.
- E. Aforo Mínimo Requerido de 1.30x y Aforo Requerido de la Emisión de 1.40x. El cálculo del Aforo es la sumatoria del Valor Presente de los Derechos al Cobro Elegibles, más el efectivo fideicomitado exceptuando el fondo de pagos mensuales, entre el saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios.
- F. Periodo de Revolvencia en los primeros 24 meses de vigencia de la Emisión, en la cual se podrá realizar la adquisición de nuevos Derechos al Cobro.
- G. Una vez finalizado el Periodo de Revolvencia, comenzará el Periodo de Amortización *full-turbo* en el periodo 25; este periodo durará hasta el vencimiento legal de la Emisión en el mes 60.
- H. El valor de los residuales para el cálculo del VPN empleado en el aforo, se obtiene al realizar el castigo de acuerdo con el plazo del contrato tal como está mostrado en la tabla previa. Cabe destacar que el flujo que se recibirá en el Fideicomiso será igual a este valor residual calculado.
- I. Adquisiciones de Derechos de Cobro mensuales promedio por P\$44.7m durante el periodo de revolvencia. El pago de la contraprestación será tal que el aforo sea igual o mayor a 1.40x durante el Periodo de Revolvencia.

- J. Plazo remanente los Derechos de Cobro cedidos de 29 meses, considerando que sólo serán incluidos para el cálculo del aforo aquellos flujos de cobranza que se encuentren en la vigencia de la Emisión.
- K. El Fondo de Mantenimiento deberá contener los recursos que correspondan a tres meses o a una cuarta parte (1/4) del monto total de los gastos de mantenimiento anuales. Además, mes a mes, se deberá de reservar (1/12) un doceavo adicional de los gastos anuales.
- L. El Fondo de Reserva contendrá las cantidades que sean necesarias para hacer los pagos de intereses de la Emisión que deban hacerse en las siguientes tres fechas de pago.
- M. El Fondo de Pagos Mensuales contendrá las cantidades que sean necesarias para hacer los pagos de intereses y principal que deban pagarse en la siguiente fecha de pago.
- N. Fondo para Nuevos Derechos al Cobro con un monto inicial de P\$291.5m, el cual podrá ser utilizado durante todo el Periodo de Revolvencia.
- O. Gastos de mantenimiento mensuales por P\$0.1m y anuales por P\$3.6m.
- P. Se incorpora un castigo de *stick-rate*, con lo que únicamente se computa el 75.7% de los flujos pertenecientes a los valores residuales. En cuanto al riesgo de mercado, este no se incorpora en el escenario dado que ya previamente se ha hecho un castigo al valor residual computando este valor en línea a los porcentajes establecidos en la documentación legal.
- Q. No se consideran prepagos dado que los Contratos de Arrendamiento son a plazo forzoso, por lo que, al tener algún pago anticipado, el monto original que se adeuda por concepto de rentas no se ve modificado.
- R. Mora mensual de 0.0% durante el Periodo de Revolvencia, y de 2.6% mensual incremental durante el Periodo de Amortización.
- S. Uso de todos los recursos de la Emisión para el pago de obligaciones.

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

Tabla 7. Escenario Proyectado por HR Ratings para la Emisión

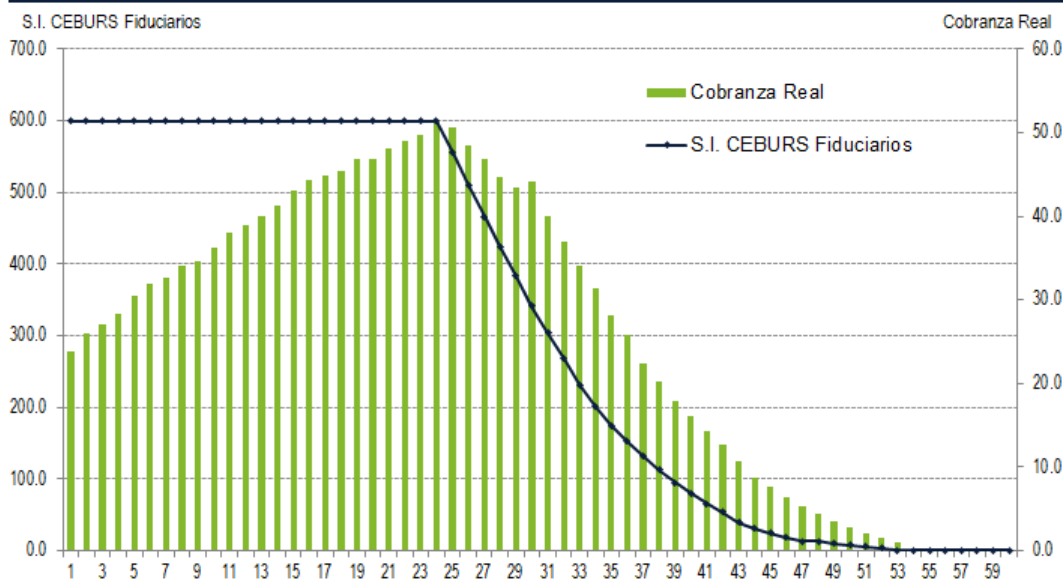
Supuestos	
Monto de la Emisión (P\$m)	600.0
VPN de los Derechos a Ceder (P\$m)	530.2
Efectivo Inicial para Originar (P\$m)	291.3
Plazo Promedio de los Contratos Originados (meses)	29.0
Tasa de Interés Promedio Ponderada CEBURS Fiduciarios	10.9%
Resultados	
Evento de Amortización Anticipada	No
Morosidad Acumulada de la Emisión	27.7%
Morosidad de la Emisión Durante el Periodo de Revolvencia	0.0%
Morosidad de la Emisión Durante el Periodo de Pass-Through	2.6%
Aforo Inicial	1.40
Aforo Mínimo Durante el Periodo de Revolvencia	1.40
Aforo Máximo Durante el Periodo de Revolvencia	1.40
Periodos de Revolvencia	24
Mes de Amortización Total	60

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

Al inicio de la Emisión, el VPN de los Derechos de Cobro a Ceder asciende a P\$530.2m siendo esto menor que el saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios, por lo que la Emisión contará con efectivo por P\$291.5m para cubrir el requerimiento de aforo requerido de 1.40x mismo que será utilizado durante el Periodo de Revolvencia para la adquisición de nuevos derechos al cobro. En el Periodo de Revolvencia, se estarían realizando compras de cartera mensuales promedio por P\$44.6m, con lo cual la cobranza irá aumentando periodo a periodo. Una vez que comience el Periodo de Amortización, el saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios irá amortizando bajo el esquema *full-turbo*, en donde todos los recursos serán utilizados para amortizar el saldo de principal una vez cubiertos los gastos de mantenimiento e intereses. De tal manera que la amortización total del saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios ocurriría en el periodo 59, un periodo antes del vencimiento legal de la Emisión.

Derivado de la compra de cartera mensual que se estará realizando en el Periodo de Revolvencia, la cobranza en el escenario de estrés irá incrementando periodo a periodo. En el mes uno se tiene una cobranza por P\$23.7m, la cual llega a un nivel máximo de cobranza recibida en el mes 24 de P\$51.3m; una vez que se acaba el Periodo de Revolvencia, algunos contratos cedidos van amortizando, además ya no se realizarán cesiones de Derechos al Cobro adicionales por lo que la cobranza iría a la baja nuevamente.

Gráfica 3. S.I. CEBURS Fiduciarios vs. Cobranza Real (P\$m)



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

Observando el flujo de efectivo, se muestran ingresos durante toda la vida de la Emisión por P\$1,583.4m, donde el 60.0% de estos ingresos corresponden al Periodo de Revolvencia y el 40.0% corresponde al Periodo de Amortización. En cuanto a la distribución de estos ingresos totales, el 94.2% provienen de rentas del portafolio cedido, el 4.6% de residuales y el 1.2% de ingresos por intereses de fondos.

Los egresos de toda la vida de la Emisión ascienden a P\$1,898.6m, los cuales están distribuidos en el Periodo de Revolvencia y en el Periodo de Amortización en 65.4% y 34.6% respectivamente. Del monto total de egresos, el 55.9% refiere a adquisición de cartera, el 31.6% a amortización de los CEBURS Fiduciarios, el 9.4% a gastos de intereses, mientras que lo restante corresponde a gastos de mantenimiento y liberación de remanentes. Cabe destacar que la diferencia entre ingresos y egresos refiere a los montos iniciales para la constitución de reservas y al saldo final en el fondo general que ascienden a P\$315.2m.

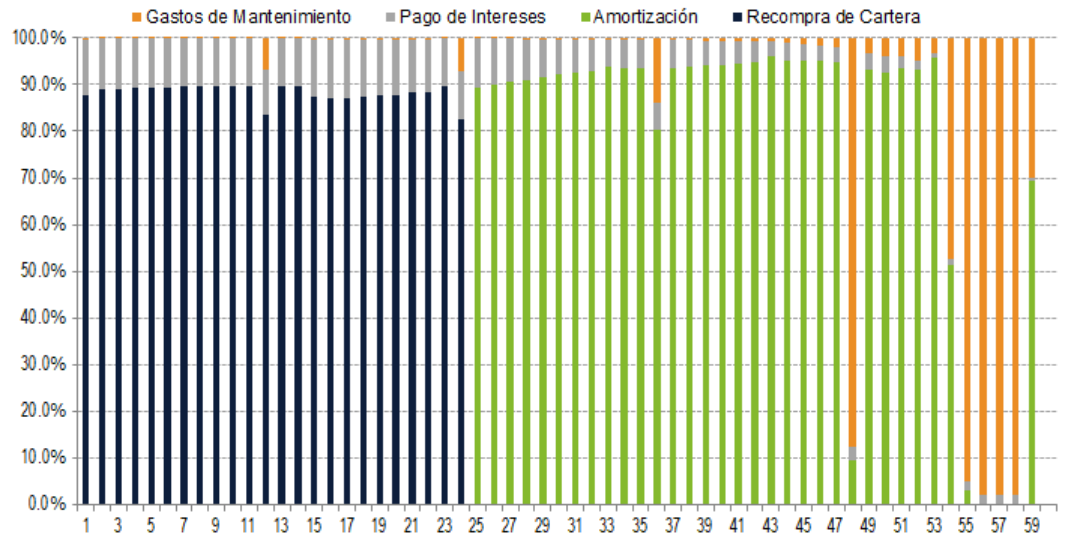
Tabla 8. Flujo de Efectivo (P\$m)	Periodo de Revolvencia	Periodo de Amortización Full-Turbo	Total
Cobranza Esperada	940.2	899.6	1,839.8
Rentas	908.7	792.4	1,701.1
Residuales	31.6	107.2	138.8
Cobranza Esperada ajustada por Stick Rate Histórico y RM*	932.6	873.5	1,806.1
Rentas	908.7	792.4	1,701.1
Residuales al 75.7%	23.9	81.2	105.1
Cobranza No Realizada por Mora	0.0	241.8	241.8
Rentas	0.0	208.9	208.9
Residuales	0.0	32.9	32.9
Cobranza Realizada	932.6	631.7	1,564.3
Rentas	908.7	583.5	1,492.2
Residuales	23.9	48.2	72.1
+ Ingresos por Intereses de Fondos	17.2	1.9	19.1
+ Constitución (Saldos) Inicial de Reserva de Mantenimiento	1.2	1.6	1.2
+ Constitución (Saldos) Inicial de Reserva de Intereses	17.3	17.3	17.3
+ Constitución (Saldos) Inicial de Reserva de Pagos Mensuales	5.8	5.3	5.8
+ Efectivo Inicial Nuevos Derechos al Cobro	291.3	0.0	291.3
+ Efectivo Inicial Fondo General	0.0	0.0	0.0
- Saldo Final de Reserva de Mantenimiento	1.6	0.0	0.0
- Saldo Final de Reserva de Intereses	17.3	0.0	0.0
- Saldo Final de Reserva de Pagos Mensuales	5.3	0.0	0.0
- Saldo Final de Nuevos Derechos al Cobro	0.0	0.0	0.0
- Saldo Final de Fondo General	0.0	0.4	0.4
- Gastos de Mantenimiento	9.6	10.7	20.3
- Gastos de Intereses	131.4	46.7	178.1
- Adquisición de Cartera	1,060.4	0.0	1,060.4
- Liberación de Remanentes	39.8	0.0	39.8
- Amortización CEBURS Fiduciarios	0.0	600.0	600.0
TOTAL	0.0	0.0	0.0

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

*RM: Riesgo de Mercado

En cuanto a la distribución de los egresos del fideicomiso, se observa que durante el Periodo de Revolvencia la mayor proporción de gastos corresponde a la recompra de cartera, mostrando un gasto mensual promedio de P\$44.2m, seguidos de los pagos por intereses cuyo monto mensual promedio asciende a P\$5.5m. En el Periodo de Amortización, el principal egreso sería la amortización, donde el promedio mensual ascendería a P\$16.7m, y donde cada vez los gastos de mantenimiento, así como los pagos de intereses representarían menor proporción del total.

Gráfica 4. Distribución del Uso de los Ingresos del Fideicomiso (P\$m)

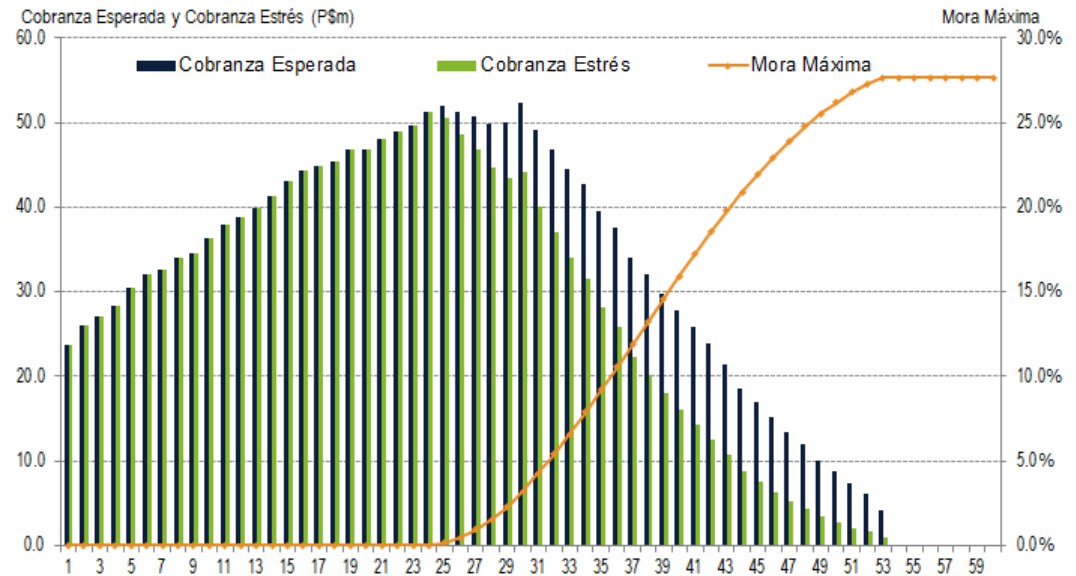


Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

Considerando los supuestos que incorpora el escenario estrés y el flujo de efectivo, se obtiene la Mora Máxima que soportaría la Emisión cumpliendo con todas sus obligaciones en tiempo y forma, y sin considerar tasas de recuperación. Adicionalmente, hay que mencionar que durante el Periodo de Revolvencia, no se incorpora morosidad, debido a la capacidad de Vanrenta de sustituir cartera vencida por cartera elegible; sin embargo, ya en el Periodo de Amortización se incorpora una mora mensual incremental de 2.6%.

Cabe resaltar que la cobranza esperada no se ajusta por riesgo de mercado, dado que los valores residuales ya incorporan un castigo en línea a los porcentajes establecidos en la documentación legal, los cuales ya se mostraron con anterioridad en este reporte. Adicionalmente, se realiza el castigo por *stick rate*, con lo que de esta manera la cobranza esperada ajustada por riesgo de mercado y *stick rate* ascendería a P\$1,806.1m, donde P\$932.6m son recibidos en el Periodo de Revolvencia, mientras que el resto de P\$873.5m corresponde al Periodo de Amortización. En cuanto a la cobranza no realizada por mora esta ascendería a P\$241.8m durante toda la vida de la Emisión, con lo que la mora máxima alcanzaría un nivel de 27.7% y al compararla con la TIH de 3.2%, se obtendría un VTI de 8.7x.

Gráfica 5. Cobranza Esperada vs. Cobranza Estrés vs. MM



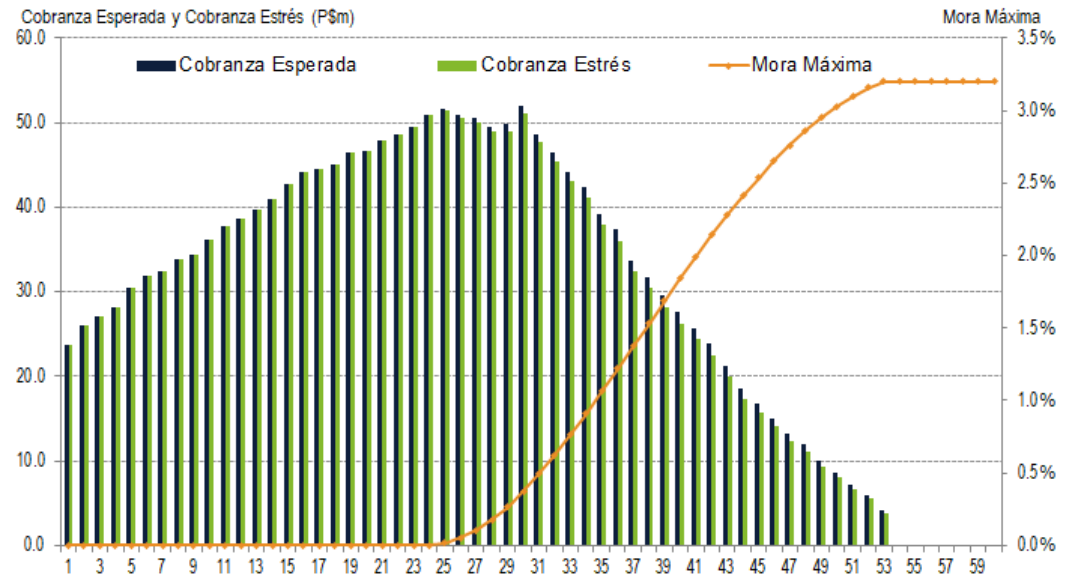
Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

Escenario Base

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

- A. Se consideran los mismos supuestos que los planteados en el escenario estrés respecto a las características generales de la Emisión, incluyendo los niveles de Aforo, las Cuentas del Fideicomiso y la Cascada de Pagos.
- B. Mora mensual incremental de 0.0% durante el Periodo de Revolvencia, y de 0.3% durante el Periodo de Amortización, con lo que la TIM alcanzaría el mismo nivel de la TIH de 3.2% (vs 2.6% y 27.7% en el escenario de estrés).
- C. Curva de TIIE bajo un escenario económico base realizada por HR Ratings, más una sobretasa esperada de 320 puntos base, lo cual es un supuesto y no representa la tasa real a la que será colocada la Emisión. Resultando entonces en una tasa de interés promedio ponderada de 9.9% (vs. 10.9% en el escenario estrés).

Gráfica 6. Cobranza Esperada vs. Cobranza Estrés vs. MM



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

En el flujo de efectivo del escenario base se muestran ingresos totales durante toda la vida de la Emisión por P\$1,802.1m, de los cuales el 52.3% se obtuvieron en el Periodo de Revolvencia y el 47.7% restante en el Periodo de Amortización. Del total de los ingresos, el 92.5% proviene de rentas, el 5.6% de residuales y el 1.9% de ingresos por intereses de fondos. Cabe destacar que la Emisión amortizaría completamente en el periodo 39, 21 periodos antes de su vencimiento legal.

En cuanto a los egresos estos ascendieron a P\$1,873.9m distribuidos en 65.9% y 34.1% para el Periodo de Revolvencia y el Periodo de Amortización. Los principales egresos corresponden en un 32.0% a la amortización de los CEBURS Fiduciarios, el 57.1% a adquisición de cartera, el 8.1% a gastos de intereses, el 0.8% a gastos de mantenimiento y el 1.9% se destinó a liberación de remanentes. La diferencia entre ingresos y egresos es de P\$71.9m, la cual refiere a P\$315.2m por la constitución de fondos y P\$243.3m como remanentes que recibiría el Fideicomiso una vez que la Emisión haya amortizado en su totalidad.

Tabla 9. Flujo de Efectivo (P\$m)	Periodo de Revolucioncia	Periodo de Amortización Full-Turbo	Total
Cobranza Esperada	935.3	893.5	1,828.8
Rentas	903.7	788.0	1,691.7
Residuales	31.6	105.5	137.1
Cobranza Esperada ajustada por Stick Rate Histórico y RM*	927.6	867.9	1,795.5
Rentas	903.7	788.0	1,691.7
Residuales al 75.7%	23.9	79.9	103.8
Cobranza No Realizada por Mora	0.0	27.8	27.8
Rentas	0.0	24.0	24.0
Residuales	0.0	3.7	3.7
Cobranza Realizada	927.6	840.1	1,767.7
Rentas	903.7	764.0	1,667.7
Residuales	23.9	76.1	100.0
+ Ingresos por Intereses de Fondos	14.6	19.8	34.3
+ Constitución (Saldos) Inicial de Reserva de Mantenimiento	1.2	1.6	1.2
+ Constitución (Saldos) Inicial de Reserva de Intereses	15.8	15.8	15.8
+ Constitución (Saldos) Inicial de Reserva de Pagos Mensuales	5.4	4.8	5.4
+ Efectivo Inicial Nuevos Derechos al Cobro	292.8	0.0	292.8
+ Efectivo Inicial Fondo General	0.0	0.0	0.0
- Saldo Final de Reserva de Mantenimiento	1.6	0.0	0.0
- Saldo Final de Reserva de Intereses	15.8	0.0	0.0
- Saldo Final de Reserva de Pagos Mensuales	4.8	0.0	0.0
- Saldo Final de Nuevos Derechos al Cobro	0.0	0.0	0.0
- Saldo Final de Fondo General	0.0	243.3	243.3
- Gastos de Mantenimiento	9.6	5.1	14.7
- Gastos de Intereses	119.1	33.6	152.7
- Adquisición de Cartera	1,070.7	0.0	1,070.7
- Liberación de Remanentes	35.8	0.0	35.8
- Amortización CEBURS Fiduciarios	0.0	600.0	600.0
TOTAL	0.0	0.0	0.0

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

*RM: Riesgo de Mercado

Anexo – Descripción de la Transacción

La Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra VRTCB 20 se pretende realizar por un monto de hasta P\$600.0m, a un plazo legal de 60 periodos mensuales, de los cuales 24 pertenecerán al Periodo de Revolvencia en donde se podrán realizar cesiones de cartera al Fideicomiso y contraprestaciones respectivas. Se tendrá un Aforo Inicial y un Aforo Requerido de la Emisión de 1.40x, mientras que el Aforo Mínimo de la Emisión será de 1.30x.

Después del Periodo de Revolvencia, está el Periodo de Amortización que tendrá 36 periodos mensuales, en donde la totalidad de los recursos se destinará a la amortización del principal de los CEBURS Fiduciarios, además del pago de mantenimiento e intereses. Los CEBURS Fiduciarios serán emitidos por el Fideicomiso Irrevocable de Emisión, Administración y Pago conformado por Vanrenta como Fideicomitente, por CI Banco como Fiduciario y por Monex como Representante Común. La Emisión estará respaldada por Derechos al Cobro provenientes de contratos de arrendamiento puro originados y administrados por Vanrenta.

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

Controles y Riesgos Operativos

1. El Administrador Maestro, el Comité Técnico o el Representante Común podrán solicitar al Administrador mediante notificación por escrito con al menos cinco días hábiles, realizar la inspección de todos los registros relevantes en posesión o bajo el control del Administrador que se relacionen con todos los Derechos al Cobro Transmitidos, incluyendo los Contratos relacionados y la visita a las oficinas e instalaciones del Administrador, con el objeto de examinar lo comentado anteriormente.
2. El Fiduciario y el Representante Común, tienen el derecho a realizar revisiones o auditorías respecto de los Derechos al Cobro transmitidos.
3. El Administrador Maestro tendrá la obligación de realizar las visitas de inspección respecto a los Derechos al Cobro transmitidos. En estas visitas de inspección, el Administrador Maestro deberá revisar los documentos mediante los cuales conste la existencia de los Derechos al Cobro y que estos correspondan a los mostrados en la Lista de Derechos al Cobro y sus actualizaciones, también deberá revisar que los Contratos de Arrendamiento estén debidamente firmados, que los pagarés respectivos estén debidamente firmados y endosados al Fideicomiso, que se hayan realizado las notificaciones que deben de hacerse a los Arrendatarios acerca de la transmisión de los Derechos al Cobro a favor del Fiduciario y los datos de las Cuentas de Ingresos, que las pólizas de seguros estén vigentes y que se cuente con los documentos que sustenten el cumplimiento de los Requisitos de Elegibilidad. Estas visitas se deberán llevar a cabo dentro de los 60 días hábiles posteriores a la fecha de Emisión inspeccionando el 100.0% de los Derechos al Cobro; posteriormente, cada seis meses se hará otra revisión durante la vida de la Emisión.
4. El Administrador Maestro deberá entregar un informe de los resultados de la inspección a las Agencias Calificadoras, Fiduciario, Representante Común y al

Comité Técnico dentro de los 60 días posteriores a la fecha de la Emisión y dentro de los 30 días posteriores a las revisiones semestrales.

5. El Fiduciario deberá hacer del conocimiento de los Tenedores los resultados de los informes correspondientes a la visita de inspección inicial y semestrales a través de EMISNET y el STIV-2 dentro de los dos días hábiles siguientes al que recibió la información por parte del Administrador Maestro.

Mecanismo de Sustitución

La Emisión cuenta con un mecanismo de sustitución plasmado en el Contrato de Administración, donde se menciona el procedimiento a realizar en caso de sustituir a Vanrenta como Administrador de los Derechos al Cobro Transmitidos, y donde el Administrador Sustituto será Administrador de Activos Terracota o bien cualquier otra persona que cuente con la experiencia y capacidad operativa necesaria para celebrar con el Fiduciario y el Administrador Maestro el contrato de servicios conforme a las instrucciones escritas del Comité Técnico.

El plan de trabajo muestra tres etapas principales:

1. Administración de los Derechos al Cobro Transmitidos por parte de Vanrenta en su carácter de Administrador,
2. Instrumentación de la Sustitución del Administrador,
3. Administración de los Derechos al Cobro Transmitidos por parte del Administrador Sustituto.

Las actividades en la etapa uno refiere a que Vanrenta, en su carácter de administrador, deberá mantener en depósito y custodiar todos los originales de los Contratos de Arrendamiento y demás documentos de los Derechos al Cobro Transmitidos. Adicionalmente, deberá brindar a Terracota en formato electrónico o permitir el acceso a un portal electrónico donde se encuentren copias de toda la documentación de soporte original de los Derechos al Cobro cedidos y sus accesorios, incluyendo Contratos de Arrendamiento, facturas, contrarrecibos, mensajes de datos, títulos de crédito y demás documentos de soporte. Vanrenta deberá actualizar esta información a Terracota cada semana dentro de los 10 días hábiles siguientes a la fecha en que sean transmitidas al Fideicomiso, y esta información será administrada por Vanrenta en la plataforma tecnológica de administración primaria denominada Anfexi.

Terracota también deberá contar con claves de acceso al sistema para consultar el estado que guarda cada uno de los Derechos al Cobro cedidos. Además, Vanrenta estará obligado a proporcionar diariamente un archivo con el respaldo de la base de datos de los Derechos al Cobro transmitidos y una configuración del sistema a Terracota, el archivo transmitido deberá contener la información necesaria para replicar las tareas de administración de Vanrenta en caso de ser necesario. Finalmente, Terracota en representación del Fiduciario gozará de las facultades necesarias para ejercer todos los derechos derivados de los Derechos al Cobro transmitidos.

Es así como Terracota contará con la información inicial y periódica de los Derechos al Cobro Transmitidos que le permitirá administrarlos en caso de una sustitución de Vanrenta como Administrador. El proveedor del sistema otorgará a Terracota, en caso

de sustitución, usuarios y contraseñas con facultades de administración en el sistema, en un plazo máximo de 3 días hábiles a partir de la notificación. Adicionalmente, Vanrenta firmará un consentimiento para que el proveedor del sistema brinde a Terracota los permisos necesarios, por lo que de esta manera Terracota podrá ejercer las labores de cobranza. También Vanrenta brindará la capacitación suficiente y necesaria al personal de Terracota para ejercer la cobranza de los Derechos al Cobro mediante la utilización del sistema, donde la primera capacitación será como máximo diez días hábiles posteriores a la emisión. Por último, Terracota dará seguimiento a las actividades y al reporte que realice Vanrenta y actualizará su bitácora de información para estar preparado en caso de darse una sustitución de Vanrenta como Administrador.

El Fiduciario suscribirá de manera simultánea al Contrato de Administración, un contrato de servicios en el que designa y contrata a Terracota como comisionista y administrador, pueda realizar en caso de ser necesario las labores de administración y cobranza ya sea judicial o extrajudicial de los Derechos al Cobro Transmitidos. Una vez que se inicie el proceso de sustitución, se da por entendido que Terracota acepta la designación de Administrador y prestará dichos servicios al Fiduciario, de conformidad con lo plasmado en el Contrato de Servicios.

En la etapa dos, se establece que, una vez comenzado el mecanismo de sustitución, el Fiduciario notificará a Terracota, donde Terracota deberá realizar lo siguiente: A más tardar tres días hábiles a partir de la notificación, Terracota deberá extraer de los respaldos de Vanrenta, los datos necesarios para administrar los Derechos al Cobro, se deberá asignar un director a este proyecto de administración dentro de la estructura operativa interna, quien será responsable junto con su equipo de trabajo de mantener los contactos con Vanrenta, el Fiduciario y el Representante Común. Terracota deberá presentarse en las oficinas de Vanrenta para extraer los expedientes, documentos legales y documentación de soporte en original relativos a los Derechos al Cobro transmitidos, a más tardar 5 días hábiles a partir de la notificación.

Adicionalmente, Terracota deberá establecer comunicación con el Fiduciario y con el Representante Común a efecto de dar seguimiento y atender las actividades y trámites necesarios; también deberá establecer con estos el esquema en el que se llevarán a cabo las interacciones operativas.

En la fase tres, se establecen las actividades a realizar una vez que ya fue formalizada la sustitución del administrador, donde Terracota deberá cumplir con las obligaciones establecidas en los Documentos de la Emisión. Terracota deberá pedir al proveedor del sistema que le otorgue nuevos usuarios y contraseñas con las facultades del administrador y generará los saldos deudores de los Derechos al Cobro transmitidos, las facturas, estados de cuenta y demás documentos necesarios. Adicionalmente, Terracota realizará directamente las actividades de cobranza administrativa y extrajudicial, identificará los montos cobrados directamente por Vanrenta que no hayan sido transmitidos al Fideicomiso, y procederá a realizar el requerimiento formal para que Vanrenta transfiera de inmediato los recursos al Fideicomiso ejecutando las medidas necesarias para que esto se cumpla, también Terracota realizará y enviará mensualmente a los involucrados los Reportes de Administración.

Requisitos de Elegibilidad

1. El Derecho al Cobro que será transmitido al Fideicomiso no podrá tener más de 30 días de atraso en el pago de la renta.

2. El Derecho al Cobro deberá haber sido originado en el curso normal de los negocios del Fideicomitente.
3. Que el Arrendatario del Derecho al Cobro transmitido al Fideicomiso sea notificado de las cuentas de cobranza del Fideicomiso Maestro, donde la notificación podrá hacerse una vez que ya se haya cedido el Derecho al Cobro al Fideicomiso, siempre y cuando se realice dentro de los 40 días hábiles posteriores a la cesión, de lo contrario será considerado inelegible.
4. Que el Arrendatario del Derecho al Cobro sea notificado de la transmisión de este al Fideicomiso, y en caso de no realizarse dentro de los 30 días hábiles posteriores de la incorporación del Derecho al Fideicomiso, este será considerado inelegible.
5. Que el Derecho al Cobro derive de un Contrato de Arrendamiento denominado en pesos mexicanos.
6. Que los Derechos al Cobro estén libres de cualquier gravamen, y a que, al transmitirse la Fideicomiso, el Arrendatario no tenga derecho a reclamación alguna a excepción de lo acordado en el Contrato de Arrendamiento.
7. Que el Derecho al Cobro se encuentre en vigor y sea una obligación válida, exigible en contra de las partes correspondientes y de conformidad con los términos y condiciones.
8. Que el Derecho al Cobro haya sido originado conforme a las políticas de crédito y cobranza del Fideicomitente y con la respectiva autorización unánime del comité de crédito.
9. Que el Fideicomitente haya cumplido con las obligaciones del Contrato de Arrendamiento, incluyendo la entrega del bien en México y que esté asegurado.
10. Que antes de la cesión de los Derechos al Cobro al Fideicomiso, el Fideicomitente sea el único y legítimo titular del Derecho, y que, al momento de hacer la cesión, el Fideicomiso adquiera todos los derechos.
11. Que la TIR del Contrato de Arrendamiento sea de al menos 8.0% anual.
12. Que el Arrendatario haya pagado al menos tres rentas al momento de transmitirse el Derecho al Cobro al Fideicomiso.
13. Que el Derecho al Cobro pagadero por un Arrendatario no tenga ningún otro contrato con el Fideicomitente que haya presentado con anterioridad o presente atrasos mayores a 90 días naturales.
14. Que el Derecho al Cobro no sea pagadero por un Arrendatario en quiebra o concurso mercantil.
15. Que el Derecho al Cobro no sea pagadero por cualquier entidad gubernamental, federal, local o municipal, incluyendo organismos descentralizados o empresas productivas del estado.

16. Que el Derecho al Cobro no sea pagadero por un Arrendatario cuyos ingresos totales dependan más del 50.0% de cualquier entidad gubernamental, organismo descentralizado o empresa productiva del estado.
17. Que el Valor Presente Neto de los Derechos al Cobro transmitidos a cargo de un Arrendatario o un Grupo de Riesgo Común, no rebase el 4.0% del valor del Patrimonio del Fideicomiso; únicamente se considerará elegible el monto que no rebase este porcentaje.
18. Que el Valor Presente Neto de los Derechos al Cobro de los 10 Arrendatarios más grandes, no represente más del 35.0% del Valor del Patrimonio del Fideicomiso, y de lo contrario el excedente se considerará inelegible.
19. Que el Derecho al Cobro haya sido celebrado con personas debidamente autorizadas, y cumpla con los lineamientos y el formato establecido referente al Contrato.
20. Que el Derecho al Cobro no derive de un Contrato de Arrendamiento de aeronaves ni embarcaciones.
21. Que el Arrendatario no sea persona relacionada al Fideicomitente.
22. Que el Vehículo Arrendado cuyo Derecho al Cobro sea transmitido al Fideicomiso, cuente con una póliza de seguro vigente que ampare dicho Vehículo Arrendado.
23. Que el bien mueble arrendado no tenga más de 5 años de antigüedad.
24. Que los documentos del Contrato de Arrendamiento sean suficientes para realizar una acción judicial en contra del Arrendatario para el cobro de los Derechos al Cobro y que el Fideicomitente cuente con toda la documentación para realizar la acción judicial.
25. Que al menos el 70.0% del Valor Nominal de todos los Derechos al Cobro transmitidos, tengan como bien arrendado equipo de transporte.
26. Que cómo máximo el 10.0% del Valor Nominal de todos los Derechos al Cobro transmitidos, tengan como bien arrendado equipo de cómputo.
27. Que cómo máximo el 30.0% del Valor Nominal de todos los Derechos al Cobro transmitidos, no pertenezca a una misma industria según el catálogo del INEGI.
28. Que la suma de todos los valores residuales de los bienes muebles arrendados no rebase el 15.0% respecto del Valor Nominal de todos los Derechos al Cobro transmitidos.

Amortización Anticipada Voluntaria

El Fiduciario podrá amortizar anticipadamente el total del saldo principal insoluto de los Certificados Bursátiles en cualquier fecha a partir de la Fecha de la Emisión respectiva, sin que ello constituya un incumplimiento ni se requiera el consentimiento de los Tenedores, siempre que el Fiduciario haya recibido por parte del Fideicomitente un requerimiento por escrito con al menos 7 días hábiles antes de las 15:00 horas, a la

fecha en que se pretenda realizar la Amortización Anticipada Voluntaria correspondiente, con copia a los miembros del Comité Técnico, al Administrado Maestro, al Representante Común y a las Agencias Calificadoras. Adicionalmente, en el Patrimonio del Fideicomiso deberán existir los recursos suficientes para llevar a cabo la Amortización Anticipada Voluntaria, o bien si el Fideicomitente aporta al Patrimonio del Fideicomiso los recursos para ello, deberá realizar esta aportación a más tardar el día en que se pretenda llevar a cabo la Amortización Anticipada Voluntaria, o si se realizó una nueva Emisión con el fin de pagar anticipadamente los CEBURS Fiduciarios de conformidad con las instrucciones giradas al efecto por el Comité de Emisión. En cualquiera de estos casos, se deberá pagar la prima por pago anticipado pactada.

Eventos de Contingencia

El evento de contingencia podrá ser detonado por las dos razones siguientes, y la parte que tenga conocimiento de este evento de contingencia es quien deberá notificarlo al resto de las partes. Si tal evento de contingencia no es subsanado a más tardar el antepenúltimo día hábil del periodo de intereses siguiente al periodo de intereses en el que el evento de contingencia se presentó, este evento de contingencia será considerado un evento de amortización acelerada.

1. El retraso o incumplimiento por parte del Administrador Maestro en la entrega de uno o más Reportes del Administrador Maestro si dicho incumplimiento no es subsanado al término de 5 días hábiles contados a partir de la fecha en que se debió de haberlos entregado; en el entendido de que cada destinatario de los Reportes del Administrador Maestro deberá dar aviso al Fiduciario en caso de que no hubiere recibido dichos reportes en las fechas establecidas.
2. El incumplimiento por parte del Fiduciario de cualquiera de sus obligaciones de hacer o de no hacer según lo establecido.

Eventos de Amortización Acelerada

Los eventos de amortización acelerada serán causados por las razones siguientes; al ocurrir algún evento de amortización acelerada la parte enterada deberá notificar a las demás partes, acto seguido el Periodo de Revolvencia terminará y el Fiduciario deberá proceder a la amortización acelerada de los CEBURS Fiduciarios a partir de la fecha de pago inmediata siguiente a partir de cuándo se detonó el evento de amortización acelerada

1. Que cualquiera de las calificaciones iniciales otorgadas a los Certificados Bursátiles Fiduciarios por las Agencias Calificadoras se reduzca a un nivel inferior equivalente a HR A- y esta baja en la calificación persista por un plazo superior a 6 semanas contadas a partir de la fecha de publicación.
2. En caso de que ocurra y persista algún Evento de Contingencia, y el mismo no haya subsanado de conformidad con lo establecido.
3. En caso de que se instituya por algún tercero un procedimiento con el fin de declarar al Fideicomitente en concurso mercantil y dicho procedimiento no es declarado improcedente o desechado por el tribunal correspondiente dentro de los 150 días posteriores a la fecha en que se inició.

4. Al ocurrir un incumplimiento por parte del Fideicomitente o del Administrador en cualquiera de las obligaciones establecidas.
5. En caso de que las declaraciones del Fideicomitente en los documentos de la operación hayan sido falsas o incorrectas.
6. En caso de que no se paguen los financiamientos vigentes para liberar los Derechos de Cobro, si los hubiera o en caso de que el Factorado no reciba la contraprestación y se transmitan los Derechos al Cobro a más tardar dentro de los dos días hábiles siguientes a la Fecha de Emisión respectiva, en el entendido que durante dicho plazo el Fiduciario no podrá destinar los recursos obtenidos de la Emisión para ningún propósito hasta que se paguen los financiamientos vigentes si los hubiera, la contraprestación y se transmitan los Derechos al Cobro.
7. El incumplimiento con cualquier pago de intereses de los CEBURS Fiduciarios en la fecha de pago, el cual no haya sido subsanado a más tardar tres días hábiles después de la fecha de pago.
8. La terminación anticipada del Contrato de Factoraje.
9. En caso de presentarse un aviso de terminación anticipada del Contrato de Administración, y al término de 90 días a partir de dicha notificación, no se haya designado a un Administrador Maestro Sustituto, no se haya proporcionado el entrenamiento necesario o no se hubiere llevado a cabo una transición ordenada de dichos servicios al Administrador Maestro Sustituto, según corresponda a lo establecido en los contratos respectivos.
10. En caso de presentarse un aviso de terminación anticipada del Contrato de Servicios.
11. En caso de que el Fiduciario venda, ceda o de cualquier forma transfiera o disponga de los activos del Patrimonio del Fideicomiso, en violación a lo expresamente previsto, salvo que en caso de errores sea subsanado de manera oportuna.
12. En caso de que el Fideicomitente inicie de manera voluntario un procedimiento para declararse en quiebra o concurso mercantil.
13. En caso de que se hubiere presentado y continúe un Evento de Dependencia y no se reporte a la CNBV, BMV y al público inversionista, la información necesaria, en el entendido de que a efecto de evitar que se actualice un Evento de Dependencia, el Fideicomitente tendrá el derecho más no la obligación, de readquirir la totalidad o una parte de los Derechos al Cobro Transmitidos conforme a las reglas aplicables a los Derechos al Cobro Objeto de Readquisición Voluntaria.
14. En caso de que el Fiduciario no celebre el Contrato de Cobertura de Fluctuaciones que le hubiere instruido el Comité de Emisión en su caso, o no hubiere sido designado como beneficiario de dicho contrato dentro de los 30 días hábiles siguientes a la Fecha de Emisión correspondiente. El Contrato de cobertura deberá ser contratado con una contraparte con una calificación equivalente a HR AAA.
15. En caso de que la inscripción de una Emisión en el RNV se cancele por cualquier razón o el listado de la misma en la BMV.

16. Que el Fiduciario a través del fedatario designado o el Administrador Maestro, no inscriba el Contrato de Fideicomiso Irrevocable de Emisión, Administración y Pago, el Contrato de Factoraje, el Fideicomiso de Enajenación, los Convenios de Aportación y las transmisiones de los Derechos al Cobro que consten en cualquier Lista de Derechos al Cobro en la sección única del RUG, dentro de los 20 días hábiles siguientes a la celebración o dicha inscripción no se mantenga vigente y actualizada hasta en tanto proceda su cancelación.

Evento de Dependencia

En cualquier momento, el hecho de que el adeudo total de un Arrendatario o de cualquier otro tercero en lo individual llegue a representar el 20.0% o más del Saldo Insoluto de los Derechos al Cobro Transmitidos.

Eventos de Incumplimiento

La falta de pago del principal de los CEBURS Fiduciarios en la fecha de vencimiento de la Emisión o cualquier fecha de pago de intereses o principal será un incumplimiento y en dicho caso se podrán generar intereses moratorios según lo establecido.

Opinión Legal

La opinión legal para la Emisión fue elaborada por el despacho Chávez Vargas Minutti, S.C.; en su dictamen, el despacho legal establece que los documentos de la transacción constituyen obligaciones legales, válidas, vinculantes y oponibles ante terceros. De igual forma, se establece que existirá una transmisión válida al Patrimonio del Fideicomiso, además de ser oponible ante terceros asumiendo que los Derechos al Cobro sean inscritos en el RUG.

Glosario de ABS

Aforo. (Sumatoria de el Valor Presente Neto de los Derechos al Cobro Elegibles + Efectivo Fideicomitido – Fondo de Pagos Mensuales) / Saldo Insoluto de los CEBURS Fiduciarios.

Mora Máxima (MM). Cobranza no Realizada por Mora de Rentas y Residuales / (Cobranza Esperada de Rentas en Periodo de Amortización + Cobranza Esperada de Residuales en Periodo de Amortización – Cobranza no Realizada de Residuales por Riesgo de Mercado en Periodo de Amortización).

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

Veces Tasa de Incumplimiento (VTI). MM / TIH.

HR Ratings Contactos Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

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

Director General

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

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Análisis

Dirección General de Análisis

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

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

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

Instituciones Financieras / ABS

Angel García +52 55 1253 6549
angel.garcia@hrratings.com

Dirección General Adjunta de Análisis

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

Deuda Corporativa / ABS

Luis Miranda +52 55 1500 3146
luis.miranda@hrratings.com

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

Metodologías

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

Regulación

Dirección General de Riesgos

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

Dirección General de Cumplimiento

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

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

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



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

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

Metodología de Calificación para la Emisión de Deuda Respaldada por Flujos Generados por un Conjunto de Activos Financieros (México), Mayo 2019

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

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

Calificación anterior	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 2014 a diciembre 2019
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera, legal y de cosechas proporcionada por el Agente Estructurador y por el Fideicomitente.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	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)	La calificación ya incorpora dicho factor de riesgo.

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

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

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

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia 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 US\$1,000 a US\$1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).