

Calificación

NAVISCB 16 HR AAA (E)

Perspectiva Estable

Contactos

Ricardo Guerra

Asociado
ricardo.guerra@hrratings.com

Claudio Bustamante

Subdirector Instituciones Financieras / ABS
claudio.bustamante@hrratings.com

Fernando Sandoval

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

Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings.

Definición

La calificación de largo plazo que determina HR Ratings para la Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra NAVISCB 16 es HR AAA (E) con Perspectiva Estable. La calificación asignada, en escala local, significa que la Emisión se considera de la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de las obligaciones de deuda. Mantiene mínimo riesgo crediticio.

Características de los CEBURS Fiduciarios	
Tipo de Valor	Certificados Bursátiles Fiduciarios
Clave de Pizarra	NAVISCB 16
Monto de la Emisión	Hasta P\$536.383 millones (m)
Plazo de la Emisión	5.4 años equivalente a 65 meses
Servicio de la Deuda	Mensual
Aforo Inicial de la Emisión	1.215x
Aforo Mínimo de la Emisión	1.15x
Aforo Objetivo	1.305x
Tasa de Interés	TIE: 29 días + Sobretasa
Fideicomitente y Administrador	Navistar, S.A. de C.V., SOFOM, E.R.
Fiduciario Emisor	Banco Invex, S.A., Grupo Financiero.
Representante Común	Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero (Monex).
Agente Estructurador	414 Capital Inc.
Intermediarios Colocadores	Interacciones Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Interacciones.

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

HR Ratings asignó la calificación de largo plazo de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para la Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de Pizarra NAVISCB 16 por hasta P\$536.383m.

La Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra NAVISCB 16¹ se pretende realizar por un monto de hasta P\$536.383m, con un plazo legal de aproximadamente 5.4 años, equivalente a 65 periodos mensuales contados a partir de su fecha de su colocación en el mercado. Durante este plazo se determinó un periodo de amortización objetivo de 36 meses, posteriormente se amortizará aceleradamente (Full-Turbo). La Emisión estará respaldada por derechos de cobro derivados de contratos de arrendamiento, contratos de crédito, y aquellas cantidades por concepto de "depósitos en garantía", los cuales se encuentran administrados por Navistar². Esta Emisión es la segunda que se pretende realizar al amparo del programa de CEBURS Fiduciarios con carácter de revolvente por un monto total autorizado de hasta P\$5,000.0m autorizado por la CNBV³.

La calificación asignada se basa en la TIM⁴ que soporta la Emisión de 23.8% bajo un escenario de estrés y aun así poder hacer frente a la totalidad de sus obligaciones en tiempo y forma, comparado con una TIPPH⁵ de 4.1% de los años 2010 hasta 2014, equivalente a una VTI⁶ de 5.8x. Además, la cartera a ser cedida inicialmente se encuentra pulverizada entre clientes y estados.

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

- **Fortaleza de la Emisión a través de la cartera cedida y los recursos disponibles del Fideicomiso, lo cual deriva en un nivel máximo de incumplimiento de 23.8%, bajo el escenario de estrés planteado por HR Ratings.** Esto comparado con un nivel de incumplimiento promedio ponderado histórico del 2010 al 2014 de la cartera cedida (vintage ponderado) por el Fideicomitente de 4.1%, lo que equivale a 99 contratos de acuerdo al saldo insoluto por contrato
- **Aforo inicial de 1.215x, el cual en ningún momento deberá ser inferior al aforo mínimo de la Emisión de 1.150x.** En los documentos legales de la Emisión se establece como evento de amortización anticipada que la razón de aforo sea menor a la razón de aforo mínimo durante dos fechas de cálculo consecutivas. Asimismo, se cuenta con un aforo objetivo de 1.305x, que se deberá mantener para que el Fideicomiso pueda liberar remanentes para Navistar después de aplicar la cascada de pagos.
- **Forma de amortización de la emisión durante los primeros 36 meses, es calculada con la fórmula del monto objetivo de amortización. Posterior al periodo 36, se comenzará con una amortización acelerada (Full-Turbo).** Cabe mencionar que, si se cuenta con recursos inferiores al resultado del monto objetivo de amortización en cierta fecha de cálculo, se deberá amortizar los recursos con los que cuente el Fideicomiso en dicha fecha de cálculo.
- **Adecuada concentración de los 10 clientes principales en relación al saldo insoluto de la cartera cedida.** Los 10 principales clientes representan el 23.5% del saldo insoluto de la cartera y el cliente principal representa el 4.0% del saldo insoluto, manteniéndose dentro del límite establecido en la documentación legal de 5.0% del saldo insoluto.
- **Contrato de cobertura para la tasa de intereses.** Esto permite acotar el riesgo por los posibles incrementos en la TIIE y se pretende pactar un CAP en 6.0% por un plazo igual a la vigencia de la Emisión con una contraparte con calificación equivalente a HR AAA.
- **Opinión legal satisfactoria otorgada por un despacho de abogados externo.**

¹ Certificados Bursátiles Fiduciarios (CEBURS Fiduciarios) con clave de pizarra NAVISCB16 (la Emisión).

² Navistar Financil S.A. de C.V., SOFOM, E.R. (Navistar y/o la Empresa).

³ Los CEBURS Fiduciarios serán emitidos por el Fideicomiso (el Fideicomiso) a ser constituido por Navistar en su carácter de Fideicomitente, a través del Banco Invex, S.A., Invex Grupo Financiero, en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso Emisor (Invex y/o el Fiduciario) y Monex Casa de Bolsa S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero como Representante Común (Monex y/o el Representante Común).

⁴ Tasa de Incumplimiento Máxima (TIM).

⁵ Tasa de Incumplimiento Promedio Ponderada Histórica (TIPPH).

⁶ Veces Tasa de Incumplimiento (VTI).

Principales Factores Considerados

La Emisión con clave de pizarra NAVISCB 16 estará respaldada por derechos de cobro derivados de contratos de arrendamiento, contratos de crédito y aquellas cantidades por concepto de "depósitos en garantía", que a la fecha de corte del 15 de agosto de 2016, se encontraba compuesta por un total de 418 contratos de arrendamiento y créditos simples. Cabe mencionar que dentro de esta Emisión únicamente se llevará a cabo una cesión inicial de los derechos de cobro mencionados anteriormente. De tal manera que, el saldo insoluto de principal de la cartera a ser cedida al Fideicomiso es de P\$643.5m. El plazo legal de la Emisión es de 5.4 años, contados a partir de la fecha de su colocación en el mercado o 65 periodos mensuales. Durante este plazo se determinó un periodo de amortización objetivo de 36 meses, posteriormente se amortizará aceleradamente (Full-Turbo). Por otra parte, se establece un aforo inicial de 1.215x, un aforo objetivo de 1.305x y un aforo mínimo de 1.150x. Cabe mencionar que, si el aforo se encuentra por encima de 1.305x se podrán liberar remanentes hacia el Fideicomitente durante los primeros 36 meses de vigencia de la Emisión, así como después de que se lleve a cabo la amortización total de la Emisión. El Fideicomitente podrá recibir excedentes después de aplicar la cascada de pagos en cada fecha de cálculo y mantener el aforo objetivo. Por otra parte, constituye un evento de amortización anticipada si la razón de aforo es inferior a la razón de aforo mínimo durante dos fechas de cálculo consecutivas.

En línea con lo anterior, la cartera presenta un plazo original entre 12 y 60 meses, siendo el plazo original promedio ponderado de 50.3 meses. Asimismo, a la fecha de corte, la cartera a ser cedida presenta un plazo remanente promedio ponderado de 42.4 meses, en donde los créditos con mayor plazo remanente son de 59 meses y 2 meses los de menor plazo. Con respecto a las concentraciones de la cartera a ser cedida, es importante mencionar que, de acuerdo a los criterios de elegibilidad establecidos en la documentación legal de esta Emisión, se limita la concentración por acreditado a 5.0% con relación al patrimonio del fideicomiso. Con ello, se observa que los 10 clientes principales representan el 23.5% del saldo insoluto de la cartera a ser cedida y en donde el cliente principal representa el 4.0% del saldo insoluto, manteniéndose dentro del límite establecido en la documentación legal de dicha Emisión. Posteriormente se establece en los documentos legales que los clientes deberán estar calificados de manera interna en A1, A2 y B1. Asimismo, dentro de los criterios de elegibilidad se establece un límite de concentración del 10.6% por estado, salvo el Estado de México, el cual puede representar un máximo del 20.0%.

Dentro del escenario de estrés contemplado por HR Ratings, se analizó el nivel máximo de incumplimiento que podría soportar la Emisión durante su vigencia. Dentro de los supuestos considerados en la elaboración del escenario de estrés por HR Ratings destacan una tasa de interés de los CEBURS Fiduciarios de 7.0%, lo que equivale a una TIIE en un escenario de estancamiento económico de 4.5%, más un spread de 250. Asimismo, se consideran gastos promedio de mantenimiento y administración mensuales de P\$0.9m. Por otra parte, dentro de este escenario, se espera que se utilicen la totalidad de los recursos del Fideicomiso.

De acuerdo a lo anterior, los resultados obtenidos en el análisis de estrés realizado por HR Ratings arrojaron una tasa de mora mensual durante la vida de la Emisión de 1.1%, disminuyendo el aforo por debajo a lo mínimo requerido de la Emisión de 1.15x, lo que da una TIM de 23.8% sobre el total de la cobranza esperada de principal, equivalente a P\$775.2m. La TIM mencionada representa a 99 contratos de acuerdo al saldo insoluto promedio de los mismos de la cartera cedida. Cabe mencionar que, derivado al estrés

proyectado, la Emisión entrará a un periodo de amortización anticipada en el periodo 10, llevando a que la Emisión amortice en su totalidad en el periodo 59. Cabe mencionar que, en ambos escenarios la Emisión es capaz de hacer frente a sus compromisos en tiempo y forma.

Tabla 1. Flujo de la Emisión

Flujo de Efectivo P\$	Periodo Total*
Cobranza Esperada	\$ 775.2
Cedida	\$ 775.2
Principal	\$ 643.5
Intereses	\$ 131.6
Cobranza no Realizada	\$ 175.5
Cedida	\$ 175.5
Principal	\$ 153.4
Intereses	\$ 22.1
Cobranza Real	\$ 599.6
+ Ingresos por Intereses	\$ 1.4
+ Ingresos por Reservas	\$ 19.0
+ Fondo de Depósitos de Garantía	\$ 34.0
- Originación de Reservas	\$ 12.3
- Gastos de Administración	\$ 18.6
- Gastos de Mantenimiento	\$ 8.0
- Pago de Intereses	\$ 78.8
- Liberación de Remanentes	\$ 0.0
- Amortización	\$ 536.4
Entradas - Salidas	\$ -

Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un Escenario de Estrés.
* En millones de pesos.

Respecto al análisis de cosechas, se tomó en consideración la cartera vencida promedio ponderada a más de 120 días, desde el año 2010 hasta el año 2014. Lo anterior se calcula utilizando el nivel de incumplimiento de cada uno de los años por el porcentaje de cartera originada en cada periodo con relación a la cartera total y se utiliza con la finalidad de obtener un nivel de cartera vencida que refleje el comportamiento histórico desde el periodo analizado. Dicho cálculo mostró como resultado una TIPPH de 4.1%. Es importante mencionar que para el cálculo no se incluyó la cosecha de 2015, ya que se considera que no cuenta con la maduración suficiente para mostrar el comportamiento real de esa curva. Asimismo, el año 2009 no se tomó en consideración por la antigüedad que mostraba.

Por otra parte, otro factor importante a considerar es la contratación de cobertura de tasa de referencia para el pago de intereses de la Emisión. Dicho contrato será celebrado con una contraparte con calificación crediticia equivalente a HR AAA y se encontrará en un nivel de 6.0% durante toda la vigencia de la Emisión. Por último, se cuenta con la presencia de una opinión legal otorgada por un despacho de abogados externo, la cual estableció que la transmisión de los derechos de cobro será válidamente realizada.

Opinión Legal

Nuestros abogados “Chávez Vargas Abogados, S.C.” conforme a la solicitud de HR Ratings, sujeto a las salvedades que se contienen más adelante, confirman que **(1) Los Documentos de la Transacción constituirán obligaciones válidas y jurídicamente exigibles para sus partes conforme a sus términos una vez celebrados por las partes. (2) Una vez que (i) se celebró el Convenio de Aportación en escritura pública o se ratifiquen sus firmas ante fedatario público, (ii) se presente el**

Convenio de Aportación para su inscripción en el Registro Único de Garantías Mobiliarias, (iii) Navistar endose en propiedad y sin responsabilidad los Pagarés correspondientes a los Activos Aportados; la totalidad de los Activos Aportados serán efectivamente transferidos al Fideicomiso formando parte de su patrimonio y (iv) Navistar entregue, a través del Administrador, las facturas que evidencian la propiedad de las unidades financiadas a través de arrendamientos (quien las mantendrá por cuenta del Fiduciario como depositario). (3) Una vez llevada a cabo la transferencia de los Activos Aportados al Patrimonio del Fideicomiso, con base en los requisitos y formalidades establecidos en el presente dictamen, el Patrimonio del Fideicomiso será distinto e independiente del patrimonio de Navistar y del patrimonio de Invex como Institución de Banca Múltiple. Por lo anterior, consideramos que en el supuesto que Navistar o Invex se sujetaran a un procedimiento de insolvencia, sus acreedores no podrán ejecutar reclamación alguna sobre los Activos Aportados al Patrimonio del Fideicomiso. (4) Una vez que el Fideicomiso y el Convenio de Aportación sean celebrados, elevados a escritura pública o sus firmas sean ratificadas ante fedatario público, según corresponda, e inscritos en el Registro Único de Garantías Mobiliarias, surtirán plenos efectos ante terceros. Por lo anterior, la cesión de los Activos será oponible ante Navistar y tendrá prioridad sobre cualesquier otros acreedores de éste último. (5) Sujeto a las consideraciones siguientes, una vez que los Deudores sean debidamente notificados y acepten la cesión de los Activos Aportados, el Fiduciario Emisor podrá ejercer ante dichos Deudores sus derechos sobre los Activos Aportados. En caso de no llevarse a cabo la notificación antes mencionada, que dicha notificación no se reconozca en términos de la legislación aplicable o que la cesión no sea aceptada por los Deudores, el Fiduciario Emisor no podrá oponer frente a los Deudores sus derechos al amparo de los Activos Aportados.

Perfil del Fideicomitente

Navistar Financial inició operaciones en 1997 en la Ciudad de México, con el objetivo principal de apoyar el crecimiento y desarrollo de la marca de camiones International, así como su red de distribuidores. Lo anterior mediante el otorgamiento de soluciones financieras tanto para los clientes finales como para los distribuidores. El otorgamiento de dichas soluciones financieras se realiza mediante tres principales productos, los cuales son el crédito simple, arrendamiento financiero y arrendamiento puro. Dichos productos se ajustan para satisfacer las necesidades específicas de cada cliente, siempre y cuando se apeguen a las políticas establecidas por Navistar. Cabe mencionar que la Empresa cuenta con presencia en 32 estados. Cabe aclarar que, en cumplimiento a lo dispuesto en la Reforma Financiera que entró en vigor el 10 de enero de 2014 y con base en la disposición del Diario Oficial de la Federación del día 12 de enero del 2015, misma que establece entre otros apartados la obligación para las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple que sean Entidades No Reguladas y que emitan deuda, convertirse en entidades reguladas "E.R." por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores ("CNBV"); la Empresa, a partir del 1 de marzo de 2015, transformó su denominación social a Navistar Financial, S.A. de C.V. SOFOM, E.R.

Calidad del Colateral

La cartera a ceder inicialmente al Fideicomiso está conformada por un conjunto de contratos de arrendamiento y créditos simples, que a la fecha de corte, de 15 de agosto de 2016, se encontraba compuesta por un total de 261 contratos de arrendamiento financiero y 157 contratos de crédito. De tal manera que, el saldo insoluto de la cartera a ser cedida al Fideicomiso es de P\$643.5m. En línea con lo anterior, los contratos se presentan un plazo original entre 12 y 60 meses, siendo el plazo original promedio ponderado de 50.3 meses. Asimismo, a la fecha de corte, la cartera a ser cedida presentaba un plazo remanente promedio ponderado de 42.4 meses, en donde la cartera con menor plazo remanente es de 2 meses y 59 meses con mayor plazo remanente.

Tabla 2. Características de la Cartera a ser Cedida al Fideicomiso

Número de Contratos Totales	418
Número de Contratos de Arrendamiento	261
Número de Contratos de Crédito	157
Plazo Original Promedio Ponderado	50.3
Plazo Remanente Promedio Ponderado	42.4
Saldo Insoluto (P\$m)	643.5
Aforo Inicial	1.215
Aforo Mínimo	1.150
Aforo Requerido	1.305
Concentración Cliente Principal	4.0%
Concentración 10 Principales Clientes	23.5%

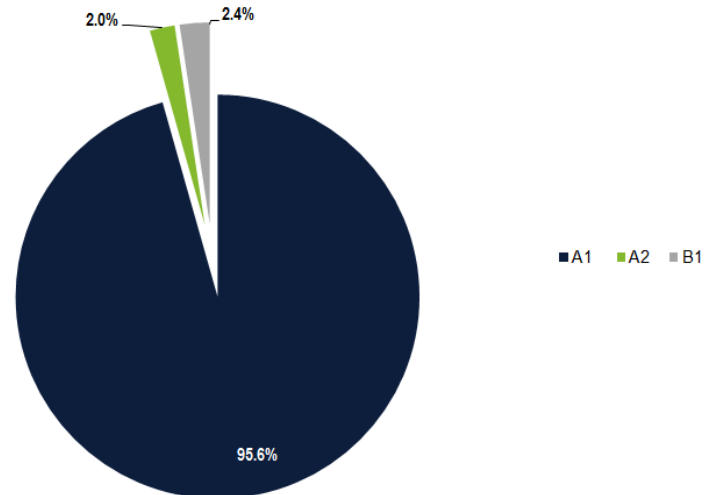
Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Agente Estructurador.

En cuanto al Patrimonio del Fideicomiso, es importante mencionar que dicho patrimonio estará compuesto por la cantidad aportada inicialmente por el Fideicomitente, los recursos derivados de la colocación de los CEBURS Fiduciarios, los derechos, cualesquiera documentos relacionados con los derechos o los activos (incluyendo los Documentos de los Activos respectivos), los "depósitos en garantía", la cobranza, los anticipos realizados por el Fideicomitente con relación a los activos, el Cap de Tasa de Interés, cualquier instrumento resultado de la inversión de los recursos líquidos, cualquier cantidad en efectivo u otros bienes o derechos.

Concentración por Calificación Crediticia

Dentro de los criterios de elegibilidad se establece que los activos cedidos deberán de contar con una calificación crediticia interna otorgada por el Fideicomitente de A1, A2 o B1, según sea aplicable. En este sentido, se puede observar que la concentración del portafolio a ser cedido por calificación crediticia, el grado de riesgo A1 representa la mayor proporción del portafolio, siendo esta de 95.6%. El restante 4.4% lo integra el portafolio con calificación de A2 y B1 al mes de agosto. HR Ratings considera que la distribución del portafolio total por calificación crediticia es sólida, cumpliendo con el criterio de elegibilidad establecido.

Gráfica 1. Distribución de la Cartera a ser Cedida por Calificación Crediticia



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

Concentración por Principales Clientes

Con respecto a la concentración del portafolio a ser cedido, podemos observar que los 10 principales clientes representan el 23.5% del patrimonio del Fideicomiso, en donde el principal cliente concentra el 4.0% del mismo. Dicha situación refleja la adecuada distribución del saldo insoluto de la cartera por cliente, minimizando el riesgo de concentración por parte de los clientes principales del portafolio cedido. Cabe mencionar que, dentro de los documentos legales se establece un límite de concentración por cliente del 5.0% del saldo insoluto de principal de la totalidad de los activos cedidos al Fideicomiso, lo cual se cumple en el portafolio a ser cedido.

Tabla 3. Concentración de la Cartera a ser Cedida por Principales Clientes

Cientes	Saldo Insoluto*	% Concentración
Ciente 1	26.1	4.0%
Ciente 2	25.7	4.0%
Ciente 3	19.4	3.0%
Ciente 4	19.4	3.0%
Ciente 5	11.4	1.8%
Ciente 6	11.4	1.8%
Ciente 7	10.2	1.6%
Ciente 8	9.6	1.5%
Ciente 9	9.2	1.4%
Ciente 10	8.9	1.4%
309 Clientes Restantes	492.3	76.5%
TOTAL	643.5	100.0%

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

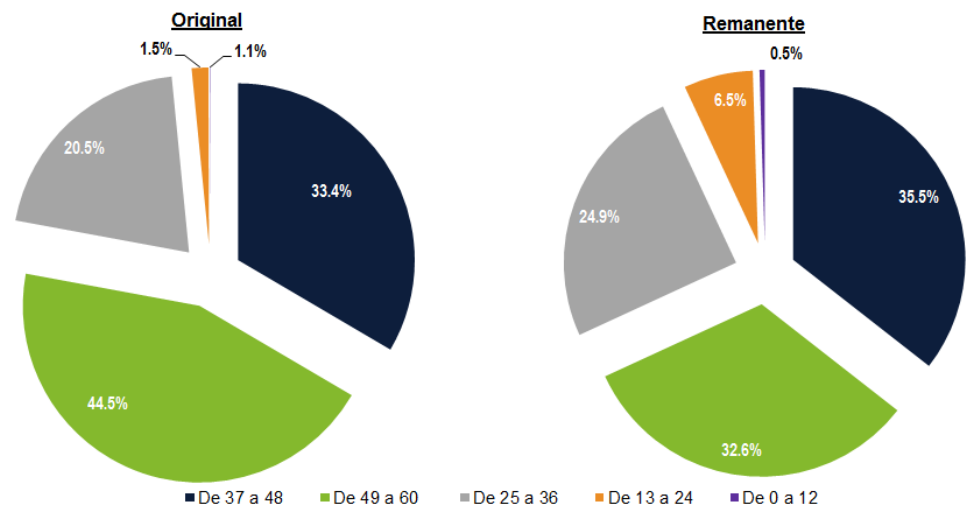
* Cifras en millones de pesos.

HR Ratings considera que esta Emisión cuenta con una adecuada distribución del portafolio por acreditado, mitigando el fuerte deterioro en el portafolio a ser cedido ante el atraso o incumplimiento de alguno de estos acreditados.

Concentración por Plazos

En cuanto a la concentración del portafolio por plazos, observamos cómo el plazo de originación máximo es de 60 meses, respetando uno de los criterios de exigibilidad establecidos en el contrato del fideicomiso. En línea con lo anterior, se aprecia que la mayor proporción del portafolio cuenta con un plazo remanente entre 37 y 48 meses, reflejando el 35.5% (vs. 33.4% en el plazo original). Consecuentemente, se puede analizar que, la segunda mayor proporción del portafolio se encuentra dentro de los meses de 49 a 60, reflejando el 32.6%, seguida de los plazos entre 25 y 36 con 24.9% y los plazos entre 13 y 24 con 6.5% (vs. 44.5%, 20.5% y 1.5% en el plazo original). Por último, el 0.5% se encuentra dentro del plazo remanente de 0 a 12 meses (vs. 1.1% en el plazo original). En la opinión de HR Ratings, el portafolio presenta una adecuada concentración de cartera por plazos, respetando el criterio de elegibilidad establecido. De igual forma, esta cartera que se desea ceder presenta una adecuada composición para mantener los flujos dentro del plazo legal de la Emisión.

Gráfica 2. Distribución de la Cartera a ser Cedida por Plazos en Meses

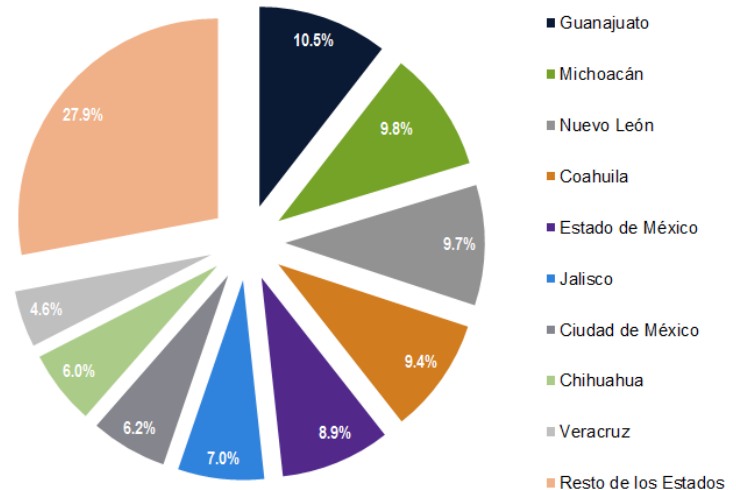


Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Agente Estructurador.

Concentración Geográfica

En línea con lo anterior, se observa que aunque dicho portafolio cuenta con presencia en la mayor parte de México, los diez principales estados que conforman dicho portafolio representan el 72.1% del saldo insoluto de la cartera, mientras que el 27.9% restante se mantiene distribuido entre 21 estados diferentes con una participación promedio de 1.3%. Dentro de los criterios de elegibilidad se establece un límite de concentración 10.6% por estado de los activos totales, salvo el Estado de México, el cual puede representar un máximo del 20.0%.

Gráfica 3. Distribución de la Cartera a ser Cedida por Zona Geográfica



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

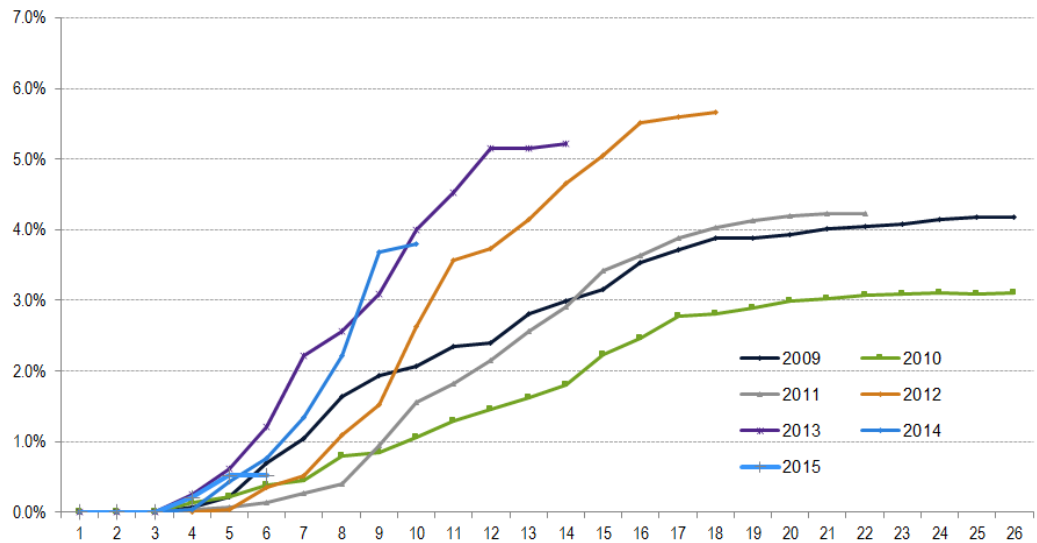
Análisis de Cosechas

La Emisión contempla como cartera vencida aquella cartera con incumplimientos de más de 90 días. Sin embargo, derivado de las fuertes recuperaciones que la cartera muestra hasta los 120 días, se realizaron dos análisis distintos. Debido a lo anterior, HR Ratings realizó un análisis de cosechas a ambos plazos, con información otorgada por Navistar desde el año 2009 hasta el 2015. Por otra parte, para la obtención del promedio ponderado se calculó utilizando el nivel de incumplimiento máximo de cada año multiplicado por la cartera originada de cada periodo desde el 2010 hasta el 2014 de las cosechas de más 120 días de atraso.

Cosechas a 90 Días

En línea con lo anterior, se observa como la cartera vencida de Navistar a más de 90 días ha presentado un sano desempeño, exceptuando los años 2009, 2012 y 2013, llevando a una mora máxima de 4.2%, 5.7% y 5.2% respectivamente. Parte de este impacto se dio por el incremento en el costo de refacciones afectadas por el tipo de cambio y la ampliación del plazo en las cuentas por cobrar del transportista con sus clientes, ocasionando una mayor presión en el flujo de sus clientes, impactando su liquidez. No obstante, se aprecia que, en los últimos años la cartera ha mostrado un mejor comportamiento, cerrando con una mora máximo en 3.8% el año 2014 y 2015 con 0.5%.

Gráfica 6. Analisis de Cosechas a 90 días



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

Análisis Promedio Ponderado de Cosechas a 90 Días

De acuerdo al análisis de cosechas antes mencionado, HR Ratings calculó el promedio ponderado de la cartera vencida a más de 90 días de acuerdo al monto originado por año, desde el 2010 hasta el 2014. Esto con la finalidad de obtener un nivel de cartera vencida que refleje e incorpore el comportamiento histórico mostrado. Cabe mencionar que, a pesar de que la cosecha del año 2015 se encuentra en 0.5%, esta no es considerada derivada a la baja maduración que presenta dicho año. Asimismo, el año 2009 no se tomó en consideración por la antigüedad presentada en estas cosechas. El promedio ponderado se calculó utilizando el nivel de incumplimiento máximo de cada año multiplicado por la cartera originada de cada periodo desde el 2010 hasta el 2014. Dicho cálculo arrojó como resultado que la cartera vencida ponderada de acuerdo al monto de cartera originada por año es de 4.6%.

Tabla 4. Máximo Incumplimiento 90 días

Año	Origenación*	% Incumplimiento
2009**	760.8	4.2%
2010	1,021.5	3.1%
2011	1,830.9	4.2%
2012	2,431.1	5.7%
2013	2,428.0	5.2%
2014	1,970.5	3.8%
2015**	1,983.2	0.5%
TOTAL	12,426.0	3.9%
Vintage**	9,681.9	4.6%

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

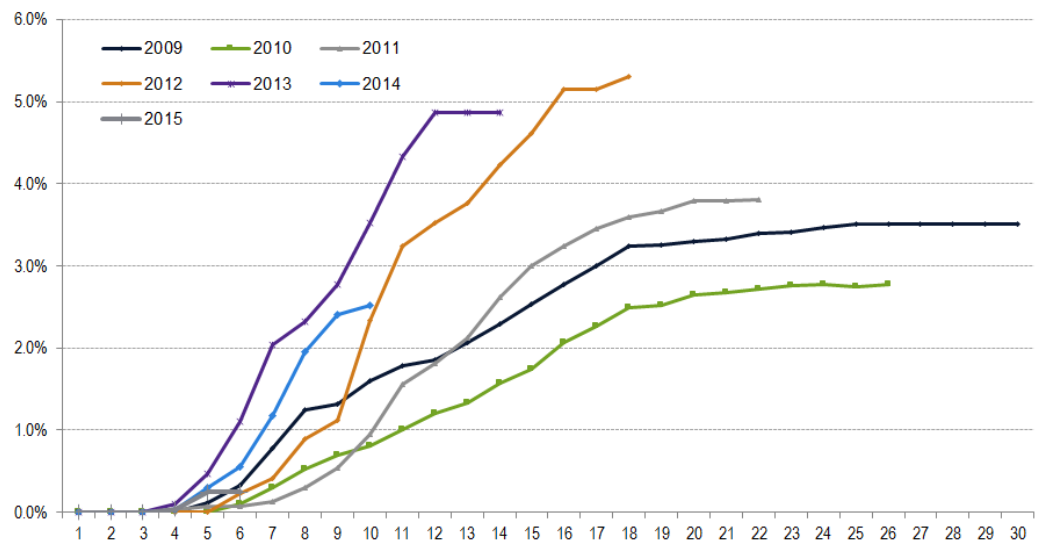
*Cifras en millones de pesos.

** Los años 2009 y 2015 no fueron considerados en dicho análisis debido a la antigüedad y a la baja madurez presentada por la cartera en estos periodos.

Cosechas a 120 Días

Como se mencionó en un principio, HR Ratings de igual forma realizó un análisis de la cartera con atrasos mayores a 120 días. Lo anterior para poder analizar las recuperaciones que la Empresa logra durante estos treinta días de plazo adicional. Dicho análisis se compone igual que el de la cartera a 90 días, en donde al año con el peor comportamiento es el 2012 con el 5.3% de la cartera a más de 120 días. Por otro lado, el año con el mejor comportamiento dentro de este análisis corresponde al 2015 con el 0.2% de la cartera.

Gráfica 7. Analisis de Cosechas de 120 días



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

Análisis Ponderado de Cosechas a 120 Días

Por otra parte, el análisis ponderado de cosechas de 120 días de forma anual, nos muestra una mayor recuperación de cartera, esto debido al fortalecimiento en los proceso de cobranza que ha llevado a cabo la Empresa durante el último año. Asimismo, el promedio ponderado se calculó utilizando el nivel de incumplimiento máximo de cada año multiplicado por la cartera originada de cada periodo desde el 2010 hasta el 2014. Dicho cálculo arrojó como resultado que la cartera vencida ponderada de acuerdo al monto de cartera originada por año es de 4.1%. Asimismo, es importante mencionar que, para dicho análisis, HR Ratings no está tomando en consideración la cartera originada en el año 2009 y 2015.

Tabla 5. Máximo Incumplimiento 120 días

Año	Originación*	% Incumplimiento
2009**	749.3	3.5%
2010	1,018.2	2.8%
2011	1,830.1	3.8%
2012	2,429.5	5.3%
2013	2,392.0	4.9%
2014	1,963.7	2.5%
2015**	1,977.8	0.2%
TOTAL	12,360.5	3.4%
Vintage Utilizado**	9,633.4	4.1%

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

*Cifras en millones de pesos.

** Los años 2009 y 2015 no fueron considerados en dicho análisis debido a la antigüedad y a la baja madurez presentada por la cartera en estos periodos.

Análisis de Flujo de Efectivo

Con la finalidad de conocer el comportamiento esperado de la Emisión bajo un escenario base y un escenario de estrés, HR Ratings realizó dos escenarios. El primero de ellos y el de mayor relevancia para HR Ratings es el escenario de estrés, en el cual se busca conocer la mora máxima que soportaría la Emisión y aun así poder cumplir con sus obligaciones en tiempo y forma. Por otra parte, el escenario base se realiza con la finalidad de analizar el funcionamiento de la Emisión ante condiciones similares a las observadas recientemente sobre la calidad de la cartera, llevando a utilizar supuestos que involucren condiciones más favorables.

Escenario Estrés

Para determinar la capacidad de pago de los CEBURS Fiduciarios, HR Ratings llevó a cabo el análisis y la elaboración de un escenario de estrés con el fin de determinar el máximo nivel de incumplimiento que la cartera de la Emisión soportaría para cumplir con sus obligaciones en tiempo y forma. Las premisas consideradas en nuestro análisis son las siguientes:

- A. Monto de emisión por hasta P\$536.383m.
- B. Tasa promedio de la Emisión de 7.0%, lo que equivale al promedio de la TIIE en un escenario de estanflación económica de 4.5%, más un spread de 250 puntos base, lo anterior no representa referencia alguna de la sobretasa real que se determine en la colocación.
- C. Amortización acelerada (Full-Turbo) a partir del periodo 37, aplicando la cascada de pagos correspondiente a la estructura de la Emisión, lo que lleva a una amortización total en el periodo 59.
- D. Reserva de Pago de Intereses mensuales equivalentes a tres periodos respectivamente desde el inicio de la Emisión.
- E. Gastos de administración y mantenimiento mensuales de P\$0.9m.
- F. TIM de 23.8%, lo que corresponde a una mora mensual de 1.1% de la cobranza de principal no realizada entre la cobranza de principal esperada.
- G. Uso de todas las reservas para el pago de la Emisión.
- H. Efectivo inicial de la Emisión por P\$8.8m.

Tomando en consideración todos los supuestos anteriores, esperaríamos que, bajo las condiciones planteadas por HR Ratings, el Fideicomiso muestre el siguiente comportamiento:

Tabla 5. Escenario Proyectado por HR Ratings

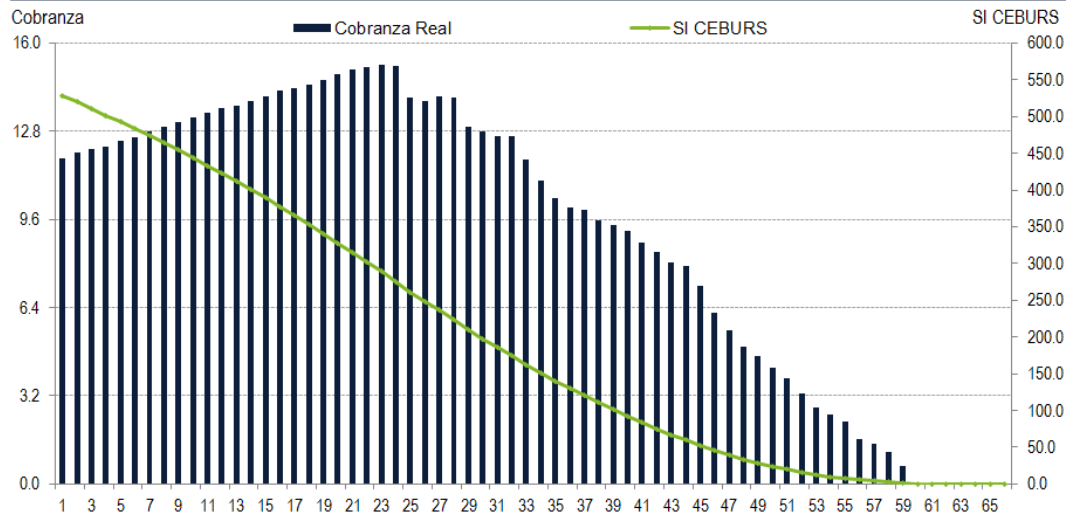
Supuestos	
Monto de la Emisión	536.4
Saldo Insoluto del Capital de la Cartera	643.5
Intereses por Cobrar	131.6
Saldo Insoluto Total de la Cartera	775.2
Aforo Inicial	1.215x
Aforo Mínimo	1.150x
Aforo Objetivo	1.305x
Resultados	
Periodo de Amortización Acelerada (Full-Turbo)	a partir del 37
Morosidad de Principal Acumulada	23.8%
Morosidad Mensual Durante la Vigencia de la Emisión	1.0%
Vintage Ponderado	4.1%
Aforo Inicial	1.22x
Plazo Real (bajo estrés) para Amortización Total	49
Plazo Original para Amortización Total	62

Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un Escenario de Estrés.

Por parte de la cobranza de la cartera cedida al Fideicomiso, esta presenta una tendencia creciente hasta el periodo 23, ocasionado por la composición de la cartera cedida. De igual forma, en la medida que los contratos cedidos lleguen a su vencimiento, la cobranza sería menor. Cabe mencionar que la cartera cedida presenta un plazo remanente promedio ponderado de 42.4 meses. En línea con lo anterior, la Emisión alcanza a realizar la mayor cobranza mensual de P\$15.2m en el periodo 23, ocasionado por la composición y vencimiento de la cartera a ceder y de la disminución gradual del saldo de la mora. Es importante mencionar que, bajo el escenario de estrés HR Ratings esperaríamos que se utilice la totalidad del efectivo y que a partir del periodo 10 se comience con la amortización acelerada, debido a la disminución del aforo, el cual se encontrará por debajo al mínimo.

En cuanto al saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios, debido al tipo de estructura, se esperaríamos que este empiece a amortizar desde el periodo uno. Lo anterior, se daría a través de la utilización del efectivo que sobre después de pagar los gastos respectivos de la emisión, los intereses de los tenedores y generar las reservas necesarias, se utilizan los recursos para la amortización. No obstante, a partir del periodo 10 se comenzará con una amortización acelerada debido a que en ese periodo el aforo se situaría por debajo al mínimo de 1.15x. Es así que, al iniciar el periodo de amortización acelerada, la totalidad de los recursos se utilizan para amortizar el saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios hasta llegar a P\$0.0m en el periodo 59, a pesar de que la fecha legal de vencimiento de la Emisión ocurre en el periodo 66. Lo anterior debido a la aplicación de una mora constante y que se cuentan con los recursos para amortizar anticipadamente los CEBURS Fiduciarios a través del Full-Turbo.

Gráfica 13. Cobranza de la Cartera Total vs. SI CEBURS (P\$)



Bajo un escenario de estrés, se esperaría que la Emisión alcance a obtener ingresos totales por P\$654.0m, compuesta principalmente por la cobranza de la cartera la cual representa el 91.7% de los ingresos totales, equivalentes a P\$599.6m, y el restante 5.2%, 2.9% y 0.2%, equivalente a P\$34.0m, P\$19.1m y P\$1.4m, proveniente de los fondos de depósitos de garantía, fondos de reservas, así como la generación de ingresos por intereses de las mismas. Es importante destacar que, a pesar del escenario de estrés planteado por HR Ratings, la Emisión hace frente a todas sus obligaciones en tiempo y forma, pagando en todo momento los intereses que le corresponden y logrando amortizar en su totalidad previo a la fecha de vencimiento de la Emisión.

Tabla 6. Flujo de la Emisión	
Flujo de Efectivo P\$	Periodo Total
Cobranza Esperada	\$ 775.2
Cedida	\$ 775.2
Principal	\$ 643.5
Intereses	\$ 131.6
Cobranza no Realizada	\$ 175.5
Cedida	\$ 175.5
Principal	\$ 153.4
Intereses	\$ 22.1
Cobranza Real	\$ 599.6
+ Ingresos por Intereses	\$ 1.4
+ Ingresos por Reservas	\$ 19.0
+ Fondo de Depósitos de Garantía	\$ 34.0
- Originación de Reservas	\$ 12.3
- Gastos de Administración	\$ 18.6
- Gastos de Mantenimiento	\$ 8.0
- Pago de Intereses	\$ 78.8
- Liberación de Remanentes	\$ 0.0
- Amortización	\$ 536.4
Entradas - Salidas	\$ -

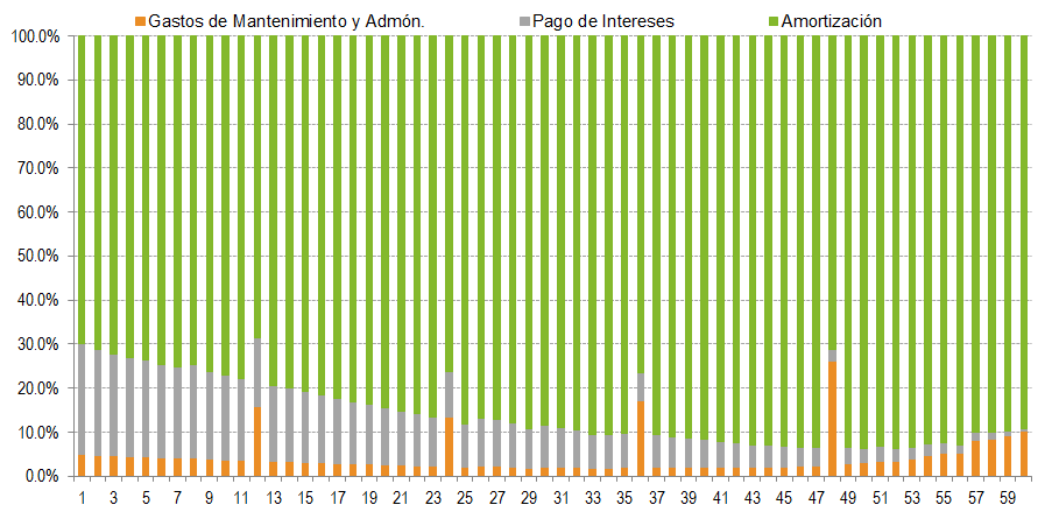
Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un Escenario de Estrés.

En cuanto a los egresos del Fideicomiso, bajo un escenario de estrés se tiene contemplados que estos presenten en su conjunto P\$655.7m durante toda la vigencia de la Emisión. Es así que, el egreso más representativo de la Emisión corresponde a la

amortización de principal de los CEBURS Fiduciarios al representar el 82.0% de los egresos totales, equivalentes a P\$536.383m; seguido del pago de intereses al representar el 12.0%, equivalente a P\$78.8m; el pago de gastos de administración y mantenimiento al representar el 4.1%, equivalentes a P\$26.6m.

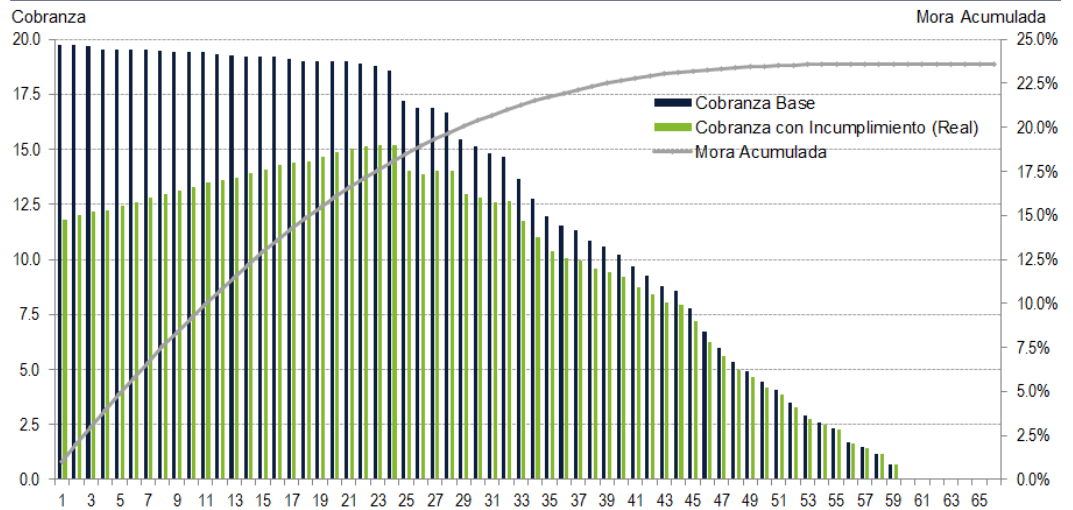
Dependiendo del periodo en el que se encuentre la Emisión el destino de los recursos es diferente. Es así que al principio de la Emisión se hacen pagos de intereses superiores, los cuales van en línea con el saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios. Por otra parte, el pago de los gastos de administración y mantenimiento serían constantes, aunque de forma anual se haría el pago más relevantes de gastos anuales. De tal manera que, HR Ratings esperaría que bajo un escenario de estrés, la Emisión incurra en gastos de administración y mantenimiento promedio por P\$0.9m mensuales.

Gráfica 14. Distribución del Uso de los Ingresos del Fideicomiso (P\$m)



Como se menciona en un inicio, HR Ratings llevó a cabo un análisis del comportamiento de la Emisión bajo un escenario de estrés para determinar con ello, la mora máxima que soportaría a lo largo de su vigencia y aun así pudiera hacer frente al pago de la deuda. Lo anterior sería considerando recursos provenientes de la cobranza de la cartera cedida y las reservas. Esto da como resultado una tasa de mora mensual durante la vida de la Emisión de 1.0%, lo que da una TIM de 23.8% sobre el total de la cobranza de principal esperada, equivalente a P\$775.2m y 99 contratos. Por otro lado, en el escenario de estrés de HR Ratings se asume una tasa de recuperación de cero por ciento de la cartera en mora. Lo anterior derivado de que, bajo condiciones económicas de alto estrés consideramos que la capacidad del Fideicomiso de recuperar los flujos o los bienes de los contratos sería limitada.

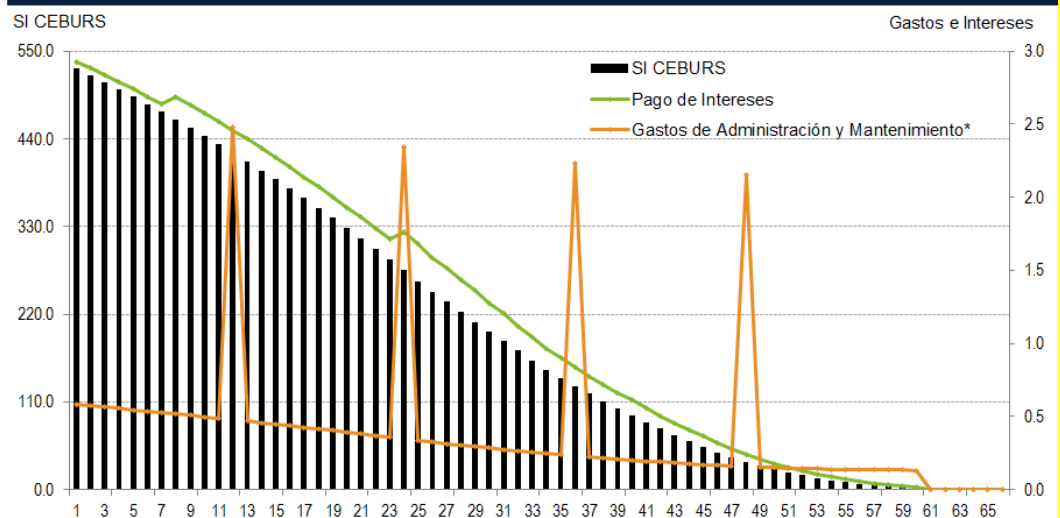
Gráfica 15. Cobranza Esperada y Real (P\$) vs. Mora Acumulada



Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un Escenario de Estrés.

En cuanto a los gastos de intereses que debe hacer frente el Fideicomiso, estos son calculados sobre saldo insoluto. Es así que, se observa una tendencia decreciente desde el primero periodo de la Emisión, debido a la amortización esperada de los CEBURS Fiduciarios desde ese periodo. Por ello, bajo este escenario HR Ratings tendría esperado que se incurra en un pago de intereses en toda la vida de la Emisión por P\$78.8m. Esto considerando una tasa promedio de 7.0% durante toda la vida de la Emisión, la cual sería equivalente a una TIIE promedio de 4.5% más una sobre tasa de 250 pbs la cual se determinará en el momento de la Emisión. A pesar de esto, se aprecia como la Emisión logra cumplir con todas sus obligaciones dentro de su plazo legal.

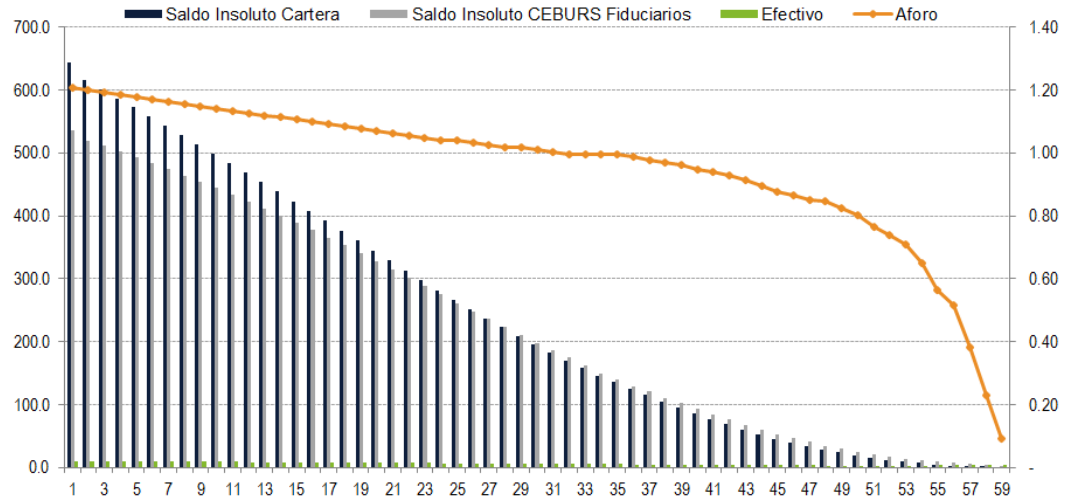
Gráfica 16. Saldo Insoluto de CEBURS vs. Pago de Intereses y Gastos de Mantenimiento (P\$m)



Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un Escenario de Estrés.

*Gastos de mantenimiento de acuerdo a la información entregada por el Agente Estructurador

Gráfica 17. Evolución del Aforo Durante el Periodo de Revolvencia



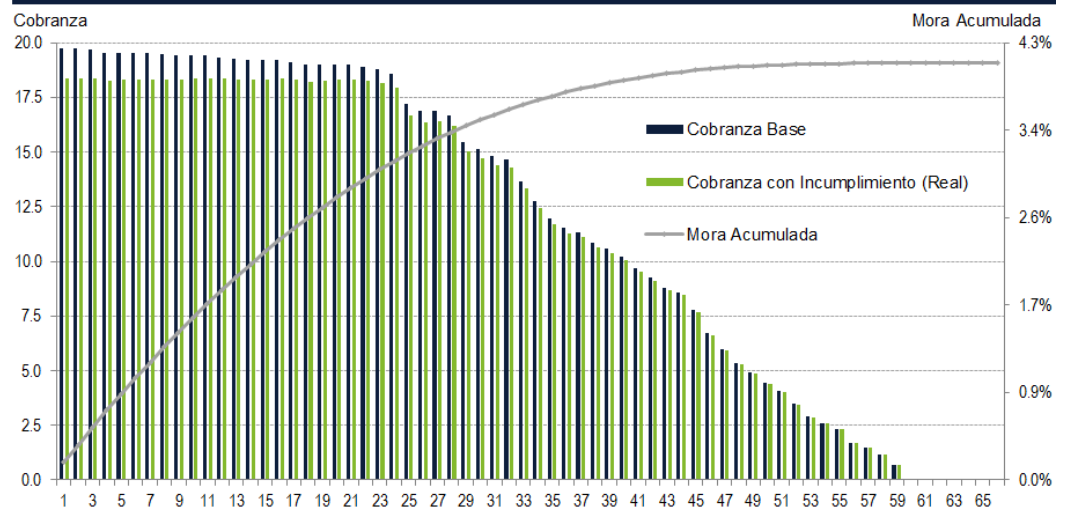
Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un Escenario de Estrés.

Escenario Base

Dentro del escenario base planteado por HR Ratings, se tomó en cuenta una mora ponderada acumulada de los contratos a ceder de 4.1% como la mora total final, el cual es el vintage promedio ponderado histórico del Fideicomitente. Lo anterior con el objetivo de poder analizar el comportamiento de la Emisión en caso de que el Fideicomitente siga realizando sus operaciones bajo condiciones económicas favorables. Los supuestos para este escenario consideran de igual forma una tasa total menor a la esperada bajo un escenario de estrés, utilizando como referencia la TIIE hasta 29 días actual y la esperada para los próximos periodos bajo un escenario base por HR Ratings. De esta manera, se consideró una tasa total en promedio de 6.5% que equivale a una TIIE promedio de 4.5% más una sobretasa de 140 puntos base, la cual no representa referencia alguna de la sobretasa real de la Emisión. Por último, se consideró una menor proporción de gastos de administración y mantenimiento de la Emisión que bajo un escenario de estrés. Asimismo, se considera que el aforo objetivo se consiga en el periodo 8, por lo que a partir de esa fecha se comenzarían con las amortizaciones objetivo y se mantuviera el aforo en el nivel de aforo objetivo de 1.305x. Lo anterior durante el periodo de amortización objetivo, ya que posterior al periodo 36 la Emisión comenzaría con la amortización acelerada (Full-Turbo). Las premisas consideradas en nuestro análisis son las siguientes:

HR Ratings esperaría que bajo un escenario base la Emisión amortice en el periodo 44, situación que sería provocada por los mayores ingresos esperados en este escenario (vs. 59 periodos en el escenario de estrés). En línea con lo anterior, bajo el escenario base se espera ingresos totales por P\$793.4m, de los cuales P\$744.9m serían provenientes de la cobranza de cartera, P\$34.0m del fondo de depósitos de garantía, P\$13.5m y P\$1.0m provenientes de los fondos de reservas e ingresos por intereses de los mismos, 17.6% superior a los ingresos totales esperados en el escenario de estrés, equivalentes a P\$654.0m. Esto como resultado de la menor mora mensual utilizada en el escenario base, menor tasa de interés de los CEBURS Fiduciarios, así como de gastos de administración incurridos por la Emisión.

Gráfica 18. Cobranza Esperada y Real (P\$) vs. Mora Acumulada

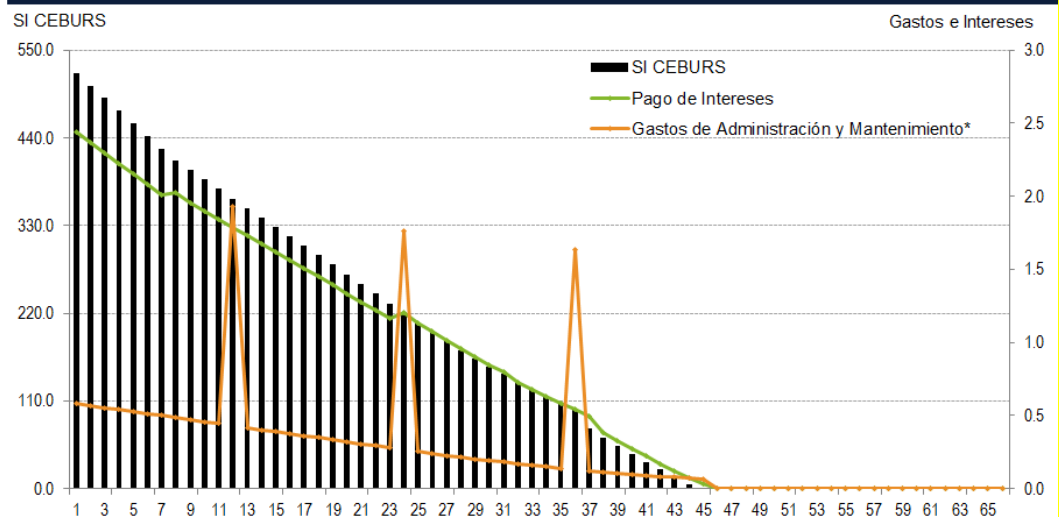


Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un Escenario Base.

Bajo el escenario base se espera una cobranza de cartera equivalente a P\$744.9m (vs. la cobranza real en el escenario de estrés de P\$599.6m) esto considerando una mora mensual en la vida de la Emisión de 0.2% (vs. 1.1% en el escenario de estrés). Esto se daría por los menores niveles de morosidad esperada bajo este escenario, alcanzando una TIM de 4.1%, lo cual sería igual a la VTI bajo este escenario (vs. 23.8% en el escenario de estrés), lo cual refleja el comportamiento histórico del vintage. Asimismo, podemos apreciar como dentro de este escenario, la cobranza real es muy cercana a la cobranza esperada durante todos los periodos.

Por la parte de la distribución de los egresos del Fideicomiso bajo un escenario base, se espera que estos sean por P\$794.3m durante la vigencia de la Emisión. Cabe señalar que, bajo el escenario base, los egresos de la Emisión son mayores que el escenario de estrés como resultado de la menor mora, mayor cobranza de cartera y el reparto de remanentes hacia el Fideicomitente. Es así que, los egresos de mayor relevancia para el Fideicomiso serían la amortización de los CEBURS Fiduciarrios, los cuales representarían 67.6% de estos, siendo equivalente a P\$536.383m (vs. 82.0% y P\$536.383m en el escenario de estrés); en seguida se encuentra la liberación de remanentes al Fideicomitente al representar el 22.5%, equivalente a P\$178.2m (vs. 0.0% y P\$0.0m en el escenario de estrés); seguido por el pago de intereses al representar el 6.8%, equivalente a P\$54.2m (vs.12.0% y P\$78.8m en el escenario de estrés). Por último, se encuentran el pago de gastos de administración y las originación de reservas, los cuales representarían un saldo por P\$24.7m mantenimiento con el 3.1% (vs. 4.1% y P\$26.6m en el escenario de estrés). Por otra parte, a causa de la amortización anticipada de la Emisión durante el periodo 44, los gastos de administración son menores, así como el pago de intereses debido a la menor tasa pasiva. Por último, bajo este escenario el Fideicomiso libera remanentes antes de la amortización total y a partir del periodo 9 por P\$114.3m por cumplir con el aforo objetivo de 1.305x, así como P\$9.2m posterior a la amortización total de la Emisión (vs. P\$0.0m bajo un escenario de estrés). Cabe mencionar que, el aforo a partir del periodo 37 se va sobre aforando debido a que entra en un proceso de amortización acelerada (Full- Turbo).

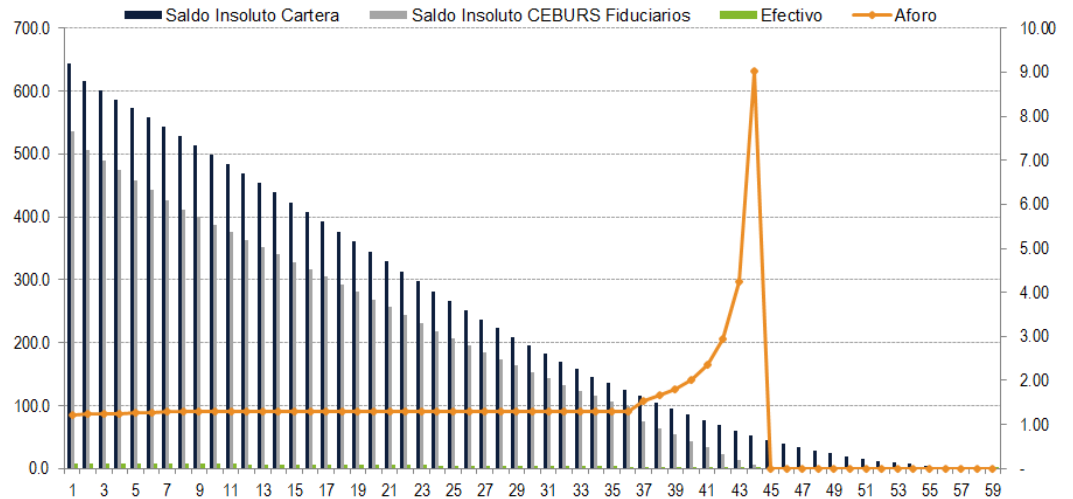
Gráfica 19. Saldo Insoluto de CEBURS vs. Pago de Intereses y Gastos de Mantenimiento (P\$m)



Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un Escenario Base.

*Gastos de mantenimiento de acuerdo a la información entregada por el Agente Estructurador

Gráfica20. Evolución del Aforo Durante el Periodo de Revolvencia



Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un EscenarioBase.

Tabla 7. Flujo de la Emisión

Flujo de Efectivo P\$	Periodo Total
Cobranza Esperada	\$ 775,151,507.6
Cedida	\$ 775,151,507.6
Principal	\$ 643,527,047.1
Intereses	\$ 131,624,460.5
Cobranza no Realizada	\$ 30,207,757.0
Cedida	\$ 30,207,757.0
Principal	\$ 26,384,608.9
Intereses	\$ 3,823,148.1
Cobranza Real	\$ 744,943,750.6
+ Ingresos por Intereses	\$ 1,057,450.9
+ Ingresos por Reservas	\$ 14,247,749.4
+ Fondo de Depósitos de Garantía	\$ 34,008,190.4
- Originación de Reservas	\$ 6,884,822.4
- Gastos de Administración	\$ 13,239,913.8
- Gastos de Mantenimiento	\$ 4,500,000.0
- Pago de Intereses	\$ 59,949,815.2
- Liberación de Remanentes	\$ 173,299,589.9
- Amortización	\$ 536,383,000.0
Entradas - Salidas	\$ -

Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un Escenario Base.

Es importante destacar que, al igual que bajo el escenario de estrés, la Emisión logra cumplir con sus obligaciones en tiempo y forma a pesar de la mora impuesta por HR Ratings.

Características de la Emisión

La Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra NAVISCB 16 será por un monto de hasta P\$536.383 millones (m), con un plazo legal de 5.5 años, equivalente a 65.6 periodos mensuales contados a partir de su fecha de su colocación en el mercado; en donde al final de este periodo, el Fideicomiso deberá liquidar el saldo insoluto de principal más intereses. La Emisión con clave de pizarra NAVISCB 16 estará respaldada por un conjunto de contratos de arrendamiento y crédito, que a la fecha de corte, 15 de agosto de 2016, dicho portafolio se encuentra compuesto por un total de 418 contratos de arrendamiento y crédito. De tal manera que, el saldo insoluto de la cartera a ser cedida al Fideicomiso es de P\$643.5m. Adicionalmente, esta Emisión cuenta con un aforo inicial de 1.215x, aforo mínimo de 1.15x y aforo objetivo de 1.305x.

Estructura de la Transacción

La Emisión tiene como principal fuente de pago los Derechos de Cobro y bienes que se encuentran dentro del Patrimonio del Fideicomiso. En el papel de Fideicomitente y Fideicomisario en Segundo Lugar se encuentra Navistar, en calidad de Fiduciario a Banco Invex, S.A. de C.V., SOFOM, E.R. y como Representante Común a Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero. Las principales características de la Emisión se presentan a continuación:

Tabla 8. Características de los CEBURS Fiduciarios

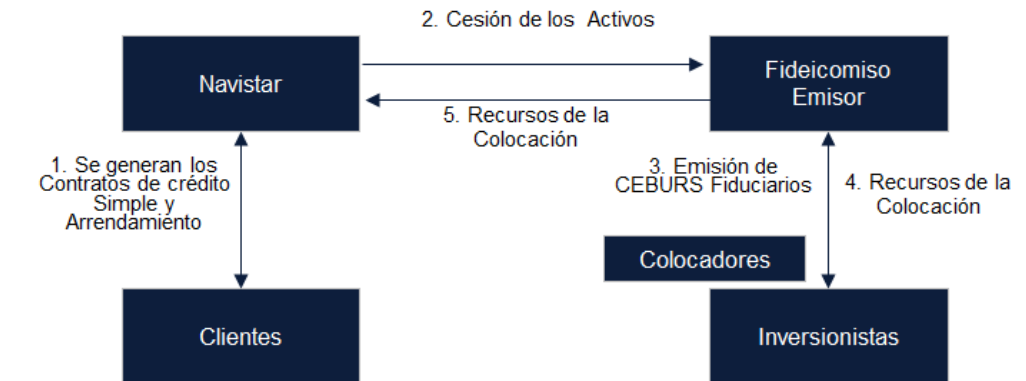
Tipo de Valor	Certificados Bursátiles Fiduciarios
Clave de Pizarra	NAVISCB 16
Monto	Hasta P\$536.383 millones (m).
Plazo de la Emisión	5.4 años equivalente a 65 meses
Periodicidad de Pago de Intereses	Mensual
Tasa de Interés	TIE 28 días + Sobretasa
Aforo Inicial	1.215
Aforo Mínimo	1.15
Aforo Requerido	1.305
Amortización Anticipada	(i) durante 2 Fechas de Cálculo consecutivas, la Razón de Aforo es menor a la Razón de Aforo Mínimo. (ii) Cualquier Documento de la Emisión ha dejado de ser un documento válido y vigente según sea determinado mediante una resolución judicial. (iii) Sujeto a los derechos del Fideicomitente de subsanar deficiencias en el proceso de aportación de Activos en términos de los Documentos de la Emisión, el Fiduciario ha dejado de ser propietario de cualquier parte o todos los Activos fuera de aquellos supuestos previstos en los Documentos de la Emisión. (iv) Cualquier Monto Mensual de Pago de Intereses de los Certificados Bursátiles, no ha sido pagado por el Fiduciario dentro de los 3 Días Hábiles siguientes a dicha Fecha de Pago (salvo que dicha omisión sea atribuible al Fiduciario, en cuyo caso el Fiduciario estará obligado a subsanar dicho incumplimiento de manera inmediata y cubrir cualesquier costos derivados del mismo). (v) Todas las cantidades adeudadas al amparo de los Certificados Bursátiles no han sido pagadas a más tardar en la Fecha de Vencimiento Final. (vi) Ocurre y continúa sin remediarse un Evento de Sustitución. (vii) Tiene lugar cualquier incumplimiento del Fideicomitente con respecto a su obligación de sustituir o readquirir Activos en términos de la Cláusula Novena inciso (a) del presente Contrato. (viii) El Cap de Tasa de Interés no es celebrado dentro del plazo previsto en la Cláusula Séptima inciso (e) del presente Contrato.
Destino de los Fondos	Los recursos serán utilizados para la adquisición de Derechos de Cobro.
Fideicomitente y Administrador	Navistar, S.A. de C.V., SOFOM, E.R.
Fiduciario Emisor	Banco Invex, S.A., Grupo Financiero.
Intermediario Colocador	Interacciones Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Interacciones.
Representante Común	Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero (Monex).

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

Diagrama de la Estructura

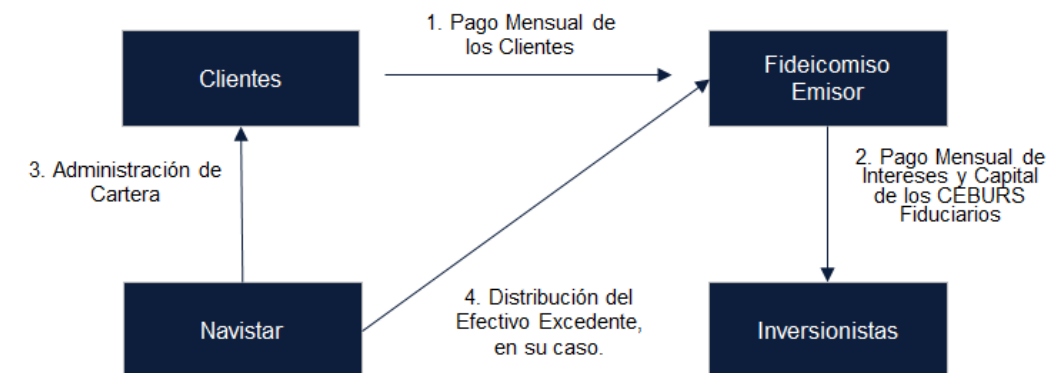
La Emisión consta de dos etapas, la primera al momento de la colocación, mientras que la segunda consiste en la amortización de los CEBURS Fiduciarios.

Diagrama 1. Al momento de la Colocación



Fuente: HR Ratings con información del Agente Estructurador.

Diagrama 2. Durante el Periodo Amortización



Fuente: HR Ratings con información del Agente Estructurador.

Patrimonio del Fideicomiso

El Patrimonio del Fideicomiso esta o estará constituido por los siguientes activos;

- la cantidad aportada inicialmente por el Fideicomitente en los términos de la Cláusula Segunda del Contrato del Fideicomiso;
- los recursos derivados de la colocación de los Certificados Bursátiles en tanto los mismos no se apliquen de conformidad con los términos de los Documentos de la Emisión;

- c) los Derechos;
- d) cualesquiera documentos relacionados con los Derechos o los Activos (incluyendo los Documentos de los Activos respectivos);
- e) la Cobranza;
- f) cualquier Anticipo realizado por el Fideicomitente con relación a los Activos;
- g) el Cap de Tasa de Interés;
- h) cualquier instrumento resultado de la inversión de los recursos líquidos con los que llegue a contar el presente Fideicomiso, así como los rendimientos y cualesquiera cantidades cobradas al amparo de dichos instrumentos;
- i) cualquier cantidad en efectivo u otros bienes o derechos (sus productos o accesorios) que se mantengan en cualquier momento en las Cuentas del Fideicomiso; y
- j) cualquier cantidad en efectivo u otros bienes o derechos que reciba el Fiduciario con relación a este Fideicomiso.

Criterios de Elegibilidad

Todos los Derechos Fideicomitados, tendrán que cumplir con las siguientes características, para que puedan ser adquiridos al Fideicomiso Emisor;

- a) el Arrendamiento o Crédito respectivo se ha celebrado con personas físicas con actividad empresarial en territorio mexicano o con personas morales con operaciones en territorio mexicano;
- b) el Activo se encuentra denominado en pesos, moneda nacional;
- c) el Arrendamiento o Crédito respectivo se ha otorgado con relación al arrendamiento o adquisición de una Unidad, respectivamente;
- d) dicho Activo cuenta con una calificación crediticia interna otorgada por el Fideicomitente de A1, A2 o B1, según sea aplicable, según dichas calificaciones se otorgaban en la Fecha de Cumplimiento;
- e) dicho Activo fue originado por el Fideicomitente en cumplimiento sustancial con sus políticas de crédito;
- f) el precio de las Unidades respectivas, según se detalla en la Factura correspondiente es una cantidad mayor a o equivalente al saldo insoluto original del Arrendamiento o del Crédito, sin considerar, en el caso de Arrendamientos, pagos de opciones terminales a ser realizados a la terminación del Arrendamiento correspondiente;
- g) dicho Activo no cuenta con pagos de rentas o intereses o principal, que se encuentren vencidos por más de 60 días calendario;

- h) el plazo a vencimiento original de dicho Activo no es mayor a 60 meses;
- i) en la fecha del Contrato del Fideicomiso, el Fideicomitente no tenía conocimiento de que el Deudor correspondiente se encontrara sujeto a cualquier procedimiento de insolvencia, concursal o de quiebra o cualquier procedimiento similar;
- j) dicho Activo no contraviene ninguna ley o reglamento aplicable y existe, es válido, legítimo y obligatorio conforme a sus términos (sujeto a cualquier ley o reglamento relativo a insolvencia, concurso mercantil o civil o disposiciones similares que afecten los derechos de acreedores en general);
- k) no se ha iniciado acción o procedimiento judicial tendiente a recuperar dicho Activo o la Unidad financiada al amparo del mismo;
- l) el Expediente de dicho Activo incluirá, por lo menos, originales del Contrato de Arrendamiento o Contrato de Crédito y del Pagaré respectivo;
- m) dicho Activo no se encuentra sujeto a cualquier defensa de compensación (salvo por cualquier defensa derivada de la legislación aplicable) y no ha sido otorgado en garantía a favor de cualquier persona;
- n) dicho Activo no se encuentra sujeto a cualquier modificación por parte del Deudor en cualquier aspecto o término significativo, en el entendido que cualesquier Activos Reestructurados podrán ser aportados al Fideicomiso si cumplen con los demás Criterios de Elegibilidad descritos en esta Cláusula;
- o) dicho Activo no es un arrendamiento operativo;
- p) inmediatamente antes de la aportación de dicho Activo al Fideicomiso, el Fideicomitente era el único y legal propietario de dicho Activo y, al momento de su aportación, el mismo se encontraba o se encontrará, una vez cumplidas las condiciones previstas en el Convenio de Aportación Fiduciaria, libre de cualquier gravamen, limitación o restricción de dominio o derechos de terceros;
- q) el Deudor respectivo se encuentra obligado a contratar y mantener seguros de cobertura amplia o limitada respecto de la Unidad de conformidad con las políticas de crédito del Fideicomitente, con excepción de Activos con relación a los cuales el Fideicomitente ha permitido el establecimiento de un sistema de "autoseguro" de conformidad con sus políticas de crédito;
- r) el Deudor respectivo se encuentra obligado a mantener la Unidad en buenas condiciones y a pagar el costo de cualesquiera reparaciones, mantenimientos y refacciones que sean necesarias, así como los costos y gastos relacionados con el uso y la operación de la Unidad y cualesquiera impuestos y derechos pagaderos respecto de las Unidades;
- s) (i) tratándose de Deudores que hubiesen obtenido previamente otro financiamiento para la adquisición o arrendamiento de Equipo de Transporte de parte del Fideicomitente, que no se haya iniciado acción o procedimiento judicial tendiente a recuperar cantidades adeudadas por dicho Deudor o cualesquier Unidades financiadas por el Fideicomitente al amparo de dicho

financiamiento previo; o (ii) tratándose de Deudores que no hubiesen sido clientes del Fideicomitente con anterioridad, que hayan realizado al menos tres (3) pagos mensuales consecutivos al amparo del Activo correspondiente; o (iii) tratándose de Deudores respecto de Activos Reestructurados, que hayan realizado por lo menos seis (6) pagos mensuales consecutivos al amparo de dicho Activo Reestructurado, a partir de la fecha en que surtió efectos la reestructura correspondiente;

- t) dicho Activo no fue originado y no se encuentra sujeto a las leyes o reglamentos de cualquier jurisdicción conforme a las cuales sería ilegal o estaría prohibido ceder, transferir o enajenar la propiedad de dicho Activo en los términos de los Documentos de la Emisión;
- u) dicho Activo fue seleccionado del portafolio de Arrendamientos y Créditos del Fideicomitente que cumplieran con los Criterios de Elegibilidad y no se utilizó, para efectos de dicha selección, procedimiento alguno que pudiera considerarse adverso al Fideicomiso;
- v) el Deudor respectivo no sea una Afiliada del Fideicomitente;
- w) el saldo insoluto de principal de dicho Activo, conjuntamente con el saldo insoluto de principal de los demás Activos que formen parte del Patrimonio del Fideicomiso y cuyo Deudor sea la misma Persona, no representen más del 5.0% del Saldo Total de los Activos más recientemente determinado;
- x) el saldo insoluto de principal de dicho Activo, en el caso que se trate de Arrendamientos de o Créditos para la adquisición de Equipo de Transporte usado, conjuntamente con el saldo insoluto de principal de los demás Activos consistentes en Arrendamientos de o Créditos para la adquisición de Equipo de Transporte usado, no representen más del 10% del Saldo Total de los Activos más recientemente determinado; y
- y) el saldo insoluto de principal de dicho Activo, conjuntamente con el saldo insoluto de principal de los demás Activos cuyo Deudor se registre para efectos de originación del Activo en la misma entidad federativa de la República Mexicana, no representen más del 10.6% del Saldo Total de los Activos más recientemente determinado, salvo por Activos con Deudores ubicados en el Estado de México, en cuyo caso el saldo conjunto de principal no podrá ser más del 20% del Saldo Total de los Activos más recientemente determinado; y

Prelación de Pagos

(a) En cada Fecha de Pago, el Fiduciario aplicará los recursos que se hayan acreditado a la Cuenta de Pago para realizar los pagos y transferencias que se mencionan a continuación, precisamente en el orden que se describen y únicamente cuando los pagos o transferencias previstos en los puntos inmediatos anteriores se hayan satisfecho en su totalidad:

- I. primero, (i) en el caso que el Saldo de la Cuenta de Gastos Anuales sea menor al Saldo Requerido de la Cuenta de Gastos Anuales para dicha Fecha

de Pago, para transferir a la Cuenta de Gastos Anuales, la cantidad necesaria para que el Saldo de la Cuenta de Gastos Anuales sea igual al Saldo Requerido de la Cuenta de Gastos Anuales para dicha Fecha de Pago, y (ii) para pagar los Gastos de Mantenimiento Ordinarios de la Emisión que deban pagarse en dicha Fecha de Pago o conforme al inciso (c) de esta Cláusula, en el entendido que el pago de los Gastos de Mantenimiento Ordinarios de la Emisión previsto en este subinciso (ii) estará sujeto a un monto máximo total de \$2,150,000.00 (dos millones ciento cincuenta mil Pesos 00/100) por año calendario y, en su caso, cualesquier diferencias existentes serán pagadas de conformidad con lo establecido en el punto (6) siguiente (cada una de dichas diferencias, un “Gasto de Mantenimiento Ordinario Pendiente”), en el entendido además, que el mencionado límite no aplicará respecto del pago de la contraprestación por la contratación del Cap de Tasa de Interés;

- II. segundo, para pagar al Administrador, la Comisión Administrativa, así como rembolsar al Administrador, los Gastos de Cobranza que hubiese anticipado;
- III. tercero, para pagar a los Tenedores de los Certificados Bursátiles, a prorrata, los Montos Mensuales de Pago de Intereses debidos y pagaderos al amparo de los Certificados Bursátiles;
- IV. cuarto, en el caso que el Saldo de la Cuenta de Reserva sea menor al Saldo Requerido de la Cuenta de Reserva para dicha Fecha de Pago, para transferir a la Cuenta de Reserva, la cantidad necesaria para que el Saldo de la Cuenta de Reserva sea igual al Saldo Requerido de la Cuenta de Reserva para dicha Fecha de Pago;
- V. quinto, para pagar a los Tenedores de los Certificados Bursátiles, a prorrata en concepto de pago de principal, el Monto Objetivo de Amortización correspondiente a los Certificados Bursátiles o, en caso de ser menor, el Saldo de Principal de los Certificados Bursátiles, en el entendido que, para efectos de claridad, la falta de pago, en una Fecha de Pago del Monto Objetivo de Amortización, no constituirá un Evento de Amortización Anticipada;
- VI. sexto, para pagar cualquier Gasto de Mantenimiento Ordinario Pendiente, y cualquier Gasto de Mantenimiento Extraordinario de la Emisión;
- VII. séptimo, en tanto no ocurra un Evento de Amortización Anticipada, para pagar al tenedor de la Constancia, cualquier remanente en la Cuenta de Pago después de realizar los pagos y transferencias previstos en los incisos (1) a (6) anteriores; y
- VIII. (8) octavo, durante un Periodo de Amortización (en el entendido que en dicho supuesto no se realizarán los pagos y transferencias previstos en los incisos (5) y (7) anteriores), para pagar a los Tenedores de los Certificados Bursátiles, a prorrata, en concepto de pago de principal, cualquier remanente en la Cuenta de Pago después de realizar los pagos y transferencias previstos en los incisos (1) a (4) y (6) anteriores o, en caso de ser menor, el Saldo de Principal de los Certificados Bursátiles.

(b) A efecto de poder realizar los pagos, depósitos o transferencias previstos en el inciso (a) de la presente Sección, el quinto Día Hábil inmediato anterior a cada Fecha de

Pago (la “Fecha de Cálculo”), el Administrador deberá entregar al Fiduciario y al Representante Común un reporte (el “Reporte Mensual”) que deberá contener, por lo menos, (i) la Razón de Aforo, (ii) el Saldo Total de los Activos, (iii) el Saldo de la Cuenta de Reserva al cierre de operaciones del Día Hábil inmediato anterior a la Fecha de Cálculo, (iv) la Cobranza Disponible correspondiente al Periodo Mensual inmediato anterior, (v) si existe un Evento de Amortización Anticipada, señalando precisamente el Evento de Amortización Anticipada, (vi) si la Fecha de Pago correspondiente ocurrirá dentro de un Periodo de Amortización (indicando si consiste en un Periodo de Amortización Acelerada o un Periodo de Amortización Anticipada), y (vii) una relación detallada de todas las cantidades que el Fiduciario deberá distribuir conforme al inciso (a) de la presente Sección.

El Representante Común podrá revisar la información, las cantidades y los cálculos de las cantidades contenidas en dicho Reporte Mensual. Para dichos efectos, el Representante Común podrá solicitar al Administrador y al Fiduciario, quienes estarán obligados a entregar al Representante Común a la brevedad, y siempre y cuando cuenten con dicha información o documentación, toda aquella información o documentación (incluyendo cálculos realizados por el Administrador respecto del contenido del Reporte Mensual) que el Representante Común solicite. El Representante Común, en su caso, comunicará al Administrador y al Fiduciario por escrito cualquier inconformidad con respecto al contenido del Reporte Mensual por lo menos 3 Días Hábiles antes de cada Fecha de Pago. Una vez revisada cualquier inconformidad del Representante Común, el Administrador y el Representante Común cooperarán a efecto de corregirla y el Administrador deberá, en dicho caso, entregar al Fiduciario y al Representante Común la versión corregida y definitiva del Reporte Mensual por lo menos 2 Días Hábiles antes de la Fecha de Pago. El Fiduciario se podrá basar en el Reporte Mensual para realizar los pagos o transferencias, sin incurrir en responsabilidad por cualquier error u omisión en el mismo. El Reporte Mensual deberá contener, además de la información antes descrita, aquella información establecida en el Contrato de Administración. Un formato del Reporte Mensual se adjunta como Anexo “E”. Las partes reconocen que el Representante Común únicamente realizará las acciones anteriores con base en la información proporcionada y se libera de cualquier responsabilidad derivada de falsedad en dicha información.

(c) Los pagos de los Gastos de Mantenimiento de la Emisión se realizarán a cada uno de sus beneficiarios a través de transferencia electrónica a la cuenta de dichos beneficiarios que le indiquen por escrito al Fiduciario o, en caso de así solicitarlo por escrito, mediante cheque certificado en contra de la Cuenta de Pago, en el entendido que dichos pagos podrán realizarse en cualquier momento en que sean pagaderos entre la Fecha de Pago y la siguiente Fecha de Pago debiendo el Fiduciario mantenerlos segregados para dichos propósitos.

Los pagos a los Tenedores de los Certificados Bursátiles se realizarán a través de los sistemas de Indeval.

Los pagos al tenedor de la Constancia se realizarán mediante transferencia electrónica a la cuenta del tenedor de la Constancia que le indique por escrito al Fiduciario o, en caso de así solicitarlo por escrito, mediante cheque certificado.

(d) En el caso que, conforme a la legislación aplicable, el Fiduciario deba retener cualesquiera cantidades en concepto de impuestos por los pagos realizados conforme a la presente Sección (incluyendo retenciones sobre pagos realizados al amparo de los Certificados Bursátiles), entregará dichas cantidades al Fideicomitente quien deberá

enterar dichas cantidades a las autoridades hacendarias correspondientes dentro de los plazos previstos en la legislación fiscal aplicable.

Eventos de Amortización Anticipada y Eventos de Incumplimiento

Eventos de Amortización Anticipada

Se considerará un evento de amortización anticipada cualquiera de los siguientes eventos.

- I. Si durante dos Fechas de Cálculo consecutivas, la Razón de Aforo es menor a la Razón de Aforo Mínimo.
- II. Cualquier Documento de la Emisión ha dejado de ser un documento válido y vigente según sea determinado mediante una resolución judicial.
- III. Sujeto a los derechos del Fideicomitente de subsanar deficiencias en el proceso de aportación de Activos en términos de los Documentos de la Emisión, el Fiduciario ha dejado de ser propietario de cualquier parte o todos los Activos fuera de aquellos supuestos previstos en los Documentos de la Emisión.
- IV. Cualquier Monto Mensual de Pago de Intereses de los Certificados Bursátiles, no ha sido pagado por el Fiduciario dentro de los 3 Días Hábiles siguientes a dicha Fecha de Pago (salvo que dicha omisión sea atribuible al Fiduciario, en cuyo caso el Fiduciario estará obligado a subsanar dicho incumplimiento de manera inmediata y cubrir cualesquier costos derivados del mismo).
- V. Todas las cantidades adeudadas al amparo de los Certificados Bursátiles no han sido pagadas a más tardar en la Fecha de Vencimiento Final.
- VI. Ocurre y continúa sin remediarse un Evento de Sustitución.
- VII. tiene lugar cualquier incumplimiento del Fideicomitente con respecto a su obligación de sustituir o readquirir Activos en términos de la Cláusula Novena inciso (a) del Contrato de Fideicomiso.
- VIII. El Cap de Tasa de Interés no es celebrado dentro del plazo previsto en la Cláusula Séptima inciso (e) del Contrato de Fideicomiso.

Cálculo del Aforo

La Emisión contará con un aforo inicial de la Emisión de 1.215x, el cual será el aforo con el que inicie la Emisión y podrá verse modificado en los siguientes periodos. Por otra parte, la Emisión contará con aforo mínimo de 1.15x, establecido en la documentación legal. Cabe mencionar que, si el aforo es inferior al aforo mínimo en dos fechas consecutivas, se cumplirá con un evento de amortización anticipada de la Emisión. Por último, si la Emisión consigue un nivel superior a 1.305x (aforo objetivo) en cualquier fecha de cálculo, la Emisión podrá liberar remanentes al Fideicomitente y mantener el aforo objetivo después de la liberación.

Aforo=
$$\frac{\text{Suma de el Saldo Total de los Activos + El Saldo de la Cuenta de Reserva al Cierre de Operaciones del Último Día Hábil Mensual Correspondiente a Dicha Fecha de Cálculo.}}{\text{Resultado de Restar el Saldo de Principal de los Certificados Bursátiles al Cierre de Operaciones del Último Día Hábil del Periodo Mensual Correspondiente a Dicha Fecha de Cálculo - Las Cantidades que, Conforme al Reporte Mensual, vayan a Efectivamente Utilizarse, en la Fecha de Pago Inmediata Siguiente, Conforme a los Términos del Subinciso (5 y 8) del Inciso (a) de la Cláusula Décima Sexta del Contrato del Fideicomiso, para Cubrir el Monto Objetivo de Amortización.}}$$

Descripción del Fideicomitente

Navistar Financial inició operaciones en 1997 en la Ciudad de México, con el objetivo principal de apoyar el crecimiento y desarrollo de la marca de camiones International, así como su red de distribuidores. Lo anterior mediante el otorgamiento de soluciones financieras tanto para los clientes finales como para los distribuidores. El otorgamiento de dichas soluciones financieras se realiza mediante tres principales productos, los cuales son el crédito simple, arrendamiento financiero y arrendamiento puro. Dichos productos se ajustan para satisfacer las necesidades específicas de cada cliente, siempre y cuando se apeguen a las políticas establecidas por Navistar. Cabe mencionar que la Empresa cuenta con presencia en 32 estados, contando con sucursales en la Ciudad de México, Guadalajara, Monterrey y Veracruz. Cabe aclarar que, en cumplimiento a lo dispuesto en la Reforma Financiera que entró en vigor el 10 de enero de 2014 y con base en la disposición del Diario Oficial de la Federación del día 12 de enero del 2015, misma que establece entre otros apartados la obligación para las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple que sean Entidades No Reguladas y que emitan deuda, convertirse en entidades reguladas “E.R.” por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (“CNBV”); la Empresa, a partir del 1 de marzo de 2015, transformó su denominación social a Navistar Financial, S.A. de C.V. SOFOM, E.R.

Opinión Legal

La opinión legal sobre la estructura de NAVISCB 16 fue realizada por el despacho Chávez Vargas Abogados, S.C. Los abogados revisaron los documentos proporcionados por HR Ratings, por Navistar y por el Despacho Legal del mismo, mismos que se listan a continuación:

- a) Copia de la versión de fecha 24 de agosto de 2016, del proyecto de contrato de fideicomiso irrevocable que se celebrará entre el Fiduciario Emisor, Navistar y Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero (el “Representante Común” o “Monex”, indistintamente), con base en el cual se llevará a cabo la Emisión (el “Fideicomiso”), la cual se adjunta a la presente como Anexo A.
- b) Copia de la versión de fecha 24 de agosto de 2016, del proyecto del convenio de aportación fiduciaria, que celebrará el Fiduciario Emisor con Navistar (el “Convenio de Aportación”), la cual se adjunta a la presente como Anexo B.
- c) Copia de la versión de fecha 24 de agosto de 2016, del proyecto de contrato de prestación de servicios de cobranza y administración, que se celebrará entre el Fiduciario Emisor y Navistar (el “Contrato de Administración”), la cual se adjunta a la presente como Anexo C.
- d) Copia de la versión 24 de agosto de 2016, del proyecto de macrotítulo que amparará la Emisión (el “Macro título”), la cual se adjunta a la presente como Anexo D.
- e) Copia de las resoluciones unánimes de los miembros del consejo de administración de Navistar de fecha 10 de abril de 2015, mediante las cuales, entre otras cosas, se autoriza desarrollar un programa de emisión de certificados bursátiles fiduciarios por la cantidad de \$5,000’000,000.00 (cinco mil millones de Pesos 00/100 M.N.), y celebrar (i) cualquier tipo de documentos para tales fines; (ii) cualquier documento en el que se haga constar la transmisión de la propiedad o la titularidad de uno o más bienes, activos o derechos al Fideicomiso, su administración y/o recuperación de los mismos en favor de Navistar; y (iii) cualesquiera documentos que sean necesarios, auxiliares o complementarios para los efectos antes mencionados (la “Autorización Corporativa”), la cual se adjunta a la presente como Anexo E.
- f) Copia del prospecto definitivo del programa de los CB’s (el “Prospecto”), la cual se adjunta a la presente como Anexo F.
- g) Copia de la versión de fecha 25 de agosto de 2016, del suplemento informativo preliminar que amparará la Emisión (el “Suplemento”), la cual se adjunta a la presente como Anexo G.
- h) Ley del Mercado de Valores.
- i) Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito (“LGTOC”); y
- j) Código Civil Federal (“Código Civil”).

Los documentos descritos en los incisos (i) al (vi) anteriores, serán denominados los (“Documentos de la Transacción”).

Para emitir la opinión, nuestros abogados supusieron (sin hacer investigación independiente alguna):

- I. La constitucionalidad, legalidad y debida emisión, expedición y promulgación de las leyes y reglamentos, tanto federales como estatales, aplicables al caso, vigentes a la fecha de emisión del presente dictamen.
- II. La legitimidad de todas las firmas y la autenticidad de los documentos y papeles que hemos examinado.
- III. La fidelidad con sus originales y suficiencia de todas las copias de documentos que nos fueron proporcionados para la elaboración del presente dictamen.
- IV. Con relación a todas y cada una de las partes de los documentos que hemos revisado: (1) su debida constitución y existencia legal; (2) que su objeto social comprende la emisión y/o celebración y cumplimiento de los contratos y documentos de los que son partes; (3) que han obtenido todas las autorizaciones corporativas y gubernamentales para la celebración, emisión y cumplimiento de los contratos y demás documentos antes citados de los que son parte; (4) que las personas que celebren los documentos que hemos revisado, cuentan y contarán con las facultades suficientes para ello y que dichos poderes y facultades no les han sido ni serán limitados o revocados; y (5) la veracidad, exactitud y cumplimiento de las declaraciones de las partes en los documentos que hemos revisado.
- V. Que los Documentos de la Transacción serán celebrados en términos sustancialmente similares a los proyectos que hemos revisado.
- VI. Que un representante legal de Representante Común y del Fiduciario Emisor, debidamente autorizados para ello, firmarán el Macrotítulo.
- VII. Que los CB's a ser emitidos se ajustan, en cuanto a contenido y forma al proyecto de Macrotítulo que se adjunta al presente como Anexo D.
- VIII. Que los contratos cuyos derechos serán cedidos al Fideicomiso cumplen con las disposiciones legales que les son aplicables.
- IX. Que los derechos de cobro que serán cedidos al Fideicomiso cumplirán con todos y cada uno de los Criterios de Elegibilidad (tal y como dicho término se define en el Fideicomiso).
- X. Que cualquier cesión relacionada con los derechos de cobro que serán cedidos al Fideicomiso, será debidamente notificada a los respectivos deudores en términos de la legislación aplicable.
- XI. Que no existe ninguna limitación para la cesión de los derechos de cobro que formarán parte del patrimonio del Fideicomiso.

- XII. Que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores inscribirá los CB's de la Emisión en el Registro Nacional de Valores y autorizará su oferta pública.
- XIII. La constitucionalidad, legalidad y debida emisión, expedición y promulgación de las leyes y reglamentos, tanto federales como estatales, aplicables al caso, vigentes a la fecha de emisión.

Este dictamen no cubre cuestión alguna surgida en términos de, o relacionada con: (i) las leyes de cualquier jurisdicción distinta a los Estados Unidos Mexicanos ("México"); y/o (ii) las leyes de México distintas a las que se encuentran en vigor en la fecha de emisión del dictamen; y/o (iii) actos, contratos, convenios u obligaciones cuya ley aplicable y/o jurisdicción sea distinta a la de México.

Dictamen Legal y Fundamentación

- XIV. Considerando lo anterior y conforme a las salvedades y limitaciones establecidas, manifestamos a esa Institución Calificadora que a nuestro leal saber y entender:
- XV. Legalidad. Los Documentos de la Transacción constituirán obligaciones válidas y jurídicamente exigibles para sus partes conforme a sus términos una vez celebrados por las partes.
- XVI. Venta Verdadera. Una vez que Navistar endose en propiedad y sin responsabilidad los Pagarés correspondientes a los Activos Aportados; la totalidad de los Activos Aportados serán efectivamente transferidos al Fideicomiso formando parte de su patrimonio.
- XVII. Patrimonio Independiente. Una vez llevada a cabo la transferencia de los Activos Aportados al Patrimonio del Fideicomiso, con base en los requisitos y formalidades establecidos en el presente dictamen, el Patrimonio del Fideicomiso será distinto e independiente del patrimonio de Navistar y del patrimonio de Invex como Institución de Banca Múltiple. Por lo anterior, consideramos que en el supuesto que Navistar o Invex se sujetaran a un procedimiento de insolvencia, sus acreedores no podrán ejecutar reclamación alguna sobre los Activos Aportados al Patrimonio del Fideicomiso.
- XVIII. Eficacia ante Terceros. Una vez que el Fideicomiso y el Convenio de Aportación sean celebrados, elevados a escritura pública e inscritos en el Registro Único de Garantías Mobiliarias, surtirán plenos efectos ante terceros. Por lo anterior, la cesión de los Activos será oponible ante Navistar y tendrá prioridad sobre cualesquier otros acreedores de éste último.
- XIX. Notificación y Consentimiento del Deudor. Sujeto a las consideraciones siguientes, una vez que los Deudores sean debidamente notificados y acepten la cesión de los Activos Aportados, el Fiduciario Emisor podrá ejercer ante dichos Deudores sus derechos sobre los Activos Aportados. En caso de no llevarse a cabo la notificación antes mencionada, que dicha notificación no se reconozca en términos de la legislación aplicable o que la cesión no sea

aceptada por los Deudores, el Fiduciario Emisor no podrá oponer frente a los Deudores sus derechos al amparo de los Activos Aportados.

Lo anterior, sujeto a las siguientes consideraciones,

- A. En términos del Contrato de Aportación: (i) Navistar notificará a los Deudores respecto a la cesión de los Activos Aportados dentro de los 90 (días) calendario siguientes a la celebración del Contrato de Aportación y notificará a los mismos para que los pagos al amparo de dichos Activos se lleven a cabo a las Cuentas de Cobranza del Fideicomiso; y (ii) durante los seis meses siguientes a la fecha en que los Activos Aportados sean cedidos, Navistar notificará a los Deudores de la cesión de los Activos Aportados en sus estados de cuenta.
- B. Al respecto, el artículo 389 de LGTOC⁷ establece que los fideicomisos cuyo objeto recaiga en bienes muebles surtirán efectos contra terceros desde la fecha en que dichos fideicomisos sean inscritos en la Sección Única del Registro Único de Garantías Mobiliarias del Registro Público de comercio.

Con base en lo anterior, sin perjuicio de la notificación realizada por Navistar a los Deudores conforme a lo señalado en el inciso a) anterior, los Deudores se podrán considerar como notificados una vez que el Fideicomiso y el convenio de Aportación se inscriban en el Registro Único de Garantías Mobiliarias. Posibles Conflictos de Interés del Administrador: En términos de los Documentos de la Transacción, Navistar será contratado para prestar los servicios de administración y cobranza respecto a los derechos de cobro que serán afectos al Fideicomiso Emisor. Con base en lo anterior, Navistar estará encargado de identificar y notificar los incumplimientos a los criterios de elegibilidad de la cartera. Lo anterior, podría traducirse en un conflicto de interés de Navistar como administrador primario y aportante de la cartera.

Lo anterior, sujeto a las siguientes consideraciones, Con base en la Escala de Calificaciones para los Asesores Legales proporcionada por esa Institución Calificadora a este despacho, que se describe en el Anexo H del presente dictamen, consideramos que la estructura analizada cuenta con una calificación de “suficiente”.

Conclusión

De acuerdo al análisis de riesgos realizado, HR Ratings asignó la calificación crediticia de largo plazo de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para la Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra NAVISCB 16. Lo anterior tomando en cuenta el máximo nivel de incumplimiento que soporta la estructura para el pago de sus obligaciones en tiempo y forma durante el plazo legal de la Emisión, tomando en cuenta el vintage ponderado mostrado por la cartera. Asimismo, se muestra una adecuada concentración de los diez clientes principales y el cliente principal se mantiene dentro de los límites legales establecidos. De igual forma, se cuenta con cobertura ante alzas de la tasa de interés

⁷ LGTOC.- Artículo 389.- El fideicomiso cuyo objeto recaiga en bienes muebles, surtirá efectos contra tercero desde la fecha de su inscripción en la Sección Única del Registro Único de Garantías Mobiliarias del Registro Público de Comercio.

Glosario

Aforo: (el saldo total de los activos + el saldo de la cuenta de reserva al cierre de operaciones el último día hábil del periodo mensual correspondiente a dicha fecha de cálculo) / (el saldo de principal de los CEBURS Fiduciarios al cierre de operaciones del último día hábil del periodo mensual correspondiente a dicha fecha de cálculo - las cantidades que, conforme al reporte mensual, vayan efectivamente a utilizarse para amortizar el principal de los CEBURS Fiduciarios, en la fecha de pago inmediato siguiente).

Mora Total: (Cobranza de Principal no realizado / Cobranza esperada de principal).

Monto Objetivo de Amortización: el saldo de principal de los CEBURS Fiduciarios - ((la suma el saldo total de los activos + el saldo de la cuenta de reserva) / la razón de aforo objetivo)

TIM del Periodo: (Cobranza No Realizada durante el mes / Cobranza Esperada durante el mes).

TIPHH: Tasa de Incumplimiento Promedio Ponderado Histórico.

TIM: (Flujo Vencido Pass / (Flujo Total + Flujo Vencido)).

VTI: TIM / TIPPH.

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

Álvaro Rangel +52 55 8647 3835
alvaro.rangel@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

Metodologías

Karla Rivas +52 55 1500 0762
Karla.rivas@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

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

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134
francisco.valle@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 Activos Financieros (México), Marzo 2016

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

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

Calificación anterior	Inicial
Fecha de última acción de calificación	Inicial
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	enero de 2010 - agosto de 2016
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Emisor y por el Agente Estructurador.
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 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, 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 a 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 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).