

Ecuador
 Sexto Seguimiento

Primera Titularización de Cartera Comercial Pymes Procredit

Calificación

Tipo Serie	Calif. Anterior	Calif. actual	Último cambio
Uno	AAA	AAA	--
Dos	AAA	AAA	--

Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.

Principales participantes:

- **Originador:** Banco ProCredit S.A. (ProCredit)
- **Administrador Cartera:** Banco ProCredit S.A.
- **Agente de Manejo:** Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles (Fiducia S.A.)
- **Agente Pagador:** Fiducia S.A.
- **Custodio de Documentos de Crédito:** Fiducia S.A.
- **Estructurador Financiero:** Casa de Valores Amazonas Capital Markets S.A.
- **Estructurador Legal:** Fiducia S.A.

Analistas:

Patricia Pinto
 (5932) 292 2426 ext. 103
pinto@bwratings.com

Carlos Ordóñez, CFA
 (5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Fundamento de la calificación

Calificación Local: La calificación emitida es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

Amplia cobertura con cartera y fondos disponibles: El activo subyacente de la titularización, conformado por efectivo y cartera comercial pymes originada por Banco Procredit le da a la estructura la fortaleza suficiente para pagar sus obligaciones en los términos contractuales, inclusive bajo altos niveles de estrés. El mecanismo de reinversión de los flujos recaudados previsto permitirá que la estructura continúe fortaleciéndose en el tiempo.

Control eficiente de calce entre activos y pasivos: El riesgo de descalce de plazo entre los títulos y la cartera que ingresará al Fideicomiso periódicamente se encuentra controlado por la aplicación de un modelo a ser utilizado por la Fiduciaria, que permite visualizar el efecto de dichos canjes y sustituciones de cartera en la liquidez requerida para el pago en tiempo y forma de los dividendos a pagarse. Dicho modelo incorpora un factor de estrés para validar que, aun si se presentan desviaciones importantes del flujo frente a lo proyectado, se mantenga la fortaleza de liquidez de la estructura. Adicionalmente, se establece un fondo de reserva, que permitiría cubrir posibles desfases intermensuales que no se pudieran identificar en dicho modelo de liquidez.

Estructura Legal adecuada y transferencia efectiva de los activos al fideicomiso: Consideramos que la estructura legal de este proceso permite independizar adecuadamente los riesgos del Fideicomiso de aquellos del Originador. Para que haya operado la transferencia de dominio de los documentos de crédito, estos deben estar entregados físicamente al agente de manejo, en su calidad de representante legal del Fideicomiso, hecho que a la fecha de corte ha sido certificado por Fiducia S.A.

Contrapartes de transacción evaluadas positivamente: Se han evaluado de forma satisfactoria las políticas y procedimientos de originación y la administración de créditos de tipo comercial pymes por parte de ProCredit, por lo que consideramos que este tiene la capacidad para desempeñarse de forma adecuada como administrador de cartera de esta titularización. De igual forma consideramos que Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos tiene la capacidad técnica y experiencia suficiente para desempeñarse adecuadamente como administradora del fideicomiso.

Presentación de Cuentas

El presente análisis se ha fundamentado principalmente en los siguientes documentos e información:

- Estados financieros mensuales del Fideicomiso desde su constitución hasta julio-2015. Información adicional sobre las características y el comportamiento del activo subyacente y de las obligaciones del Fideicomiso hasta la misma fecha de corte.
- Detalle de los fondos disponibles, inversiones y cartera titularizada a julio-2015.
- Estados financieros del Fideicomiso a diciembre-2013 y diciembre-2014 auditados por la empresa Moore Stephens, con opinión favorable respecto a la razonabilidad de su presentación bajo Normas Internacionales de Información Financiera.
- Contrato de Fideicomiso y demás documentos legales pertinentes, con sus respectivas reformas.
- Informe de calificación global de Banco ProCredit publicado por BankWatch Ratings en septiembre-2015.
- Estados financieros de Fiducia S.A., agente de manejo de la presente titularización, al 2014, auditados por la empresa Moore Stephens, con opinión favorable sobre su presentación bajo normas NIIF.

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

Por favor remitirse al anexo 1.

Análisis de Estrés

Pérdidas brutas estimadas de la cartera de créditos comerciales pymes

La calificadoradora realizó un análisis de la cartera con el objeto de determinar la pérdida potencial alcanzable bajo distintos escenarios de crisis. La pérdida potencial es definida como la multiplicación de la frecuencia de la pérdida o pérdida bruta, y la severidad de la pérdida o pérdida neta. La pérdida bruta por categoría de riesgo ha sido estimada combinando la experiencia internacional, y específicamente de los países en desarrollo, con el análisis del comportamiento histórico de la Cartera comercial Pymes de Banco ProCredit.

En la calificación inicial se analizó la evolución histórica de la morosidad de los créditos comerciales pymes colocados por Banco ProCredit desde enero 2007 hasta junio 2012. Estos datos se agruparon de acuerdo a su trimestre de originación, evidenciando el comportamiento de la morosidad de cada cosecha de créditos. Se proyectó la pérdida futura de las camadas más nuevas en función del comportamiento de las camadas más antiguas y se calculó un promedio de tales pérdidas, obteniendo así un escenario base de pérdida de la cartera. Adicionalmente se ajustó dicha pérdida en función de la reducción del saldo insoluto frente al monto transferido inicialmente y al comportamiento actual de la morosidad. Bajo estos parámetros, la pérdida bruta base (antes de recuperación legal) estimada para el presente análisis fue de **6.51%**.

Considerando los recursos líquidos y el saldo de cartera *titularizada* y *sobrecolateral* de propiedad del Fideicomiso, el activo transferido cubre un escenario de deterioro de su calidad de hasta 51%, o 7.83 veces la pérdida bruta base. Por otro lado, si se toma en cuenta la pérdida neta luego de recuperaciones legales, estimada en 2.94%, dicha cobertura se incrementa a 17 veces.

Recuperaciones por vía legal

La calificadoradora asume dentro de sus escenarios de estrés distintos supuestos de recuperación de los créditos en mora a través de la vía legal, en función de las características del sistema judicial local y del monto y calidad de las garantías de los créditos transferidos al Fideicomiso.

La recuperación por vía legal de un crédito en mora se considera factible, a través de la disposición de las garantías asociadas a dicho crédito. El 99.7% de la cartera transferida tiene garantía hipotecaria, el 0.9% mantiene garantía prendaria, y 0.6% tiene los dos tipos de garantía. Por otro lado, la escritura dispone que el 100% de la cartera que se entregue luego de la transferencia inicial deberá contar con garantía hipotecaria.

El Fideicomiso establece que el 90% de la cartera que ingrese al Fideicomiso debe tener una cobertura mínima de garantía del 130% y que el 10% de la cartera debe tener una cobertura mínima del 120%. En concordancia, el 98.1% de la cartera fideicomitida tiene coberturas mayores a 130%.

Para realizar la estimación de la recuperación legal, se parte de la cobertura mínima antes indicada, y se incorporan supuestos de depreciación del bien, venta a precios de realización, costos legales y judiciales.

La recuperación por vía legal de los créditos en mora se estimó en 54.84% de su saldo insoluto, dentro de un escenario de estrés AAA. Adicionalmente, se asume un tiempo de demora del proceso judicial de 36 meses contado a partir del momento que el crédito es demandado judicialmente.

Prepago

El prepago de los créditos acelera la recuperación legal del capital de los créditos titularizados, reduciendo al mismo tiempo la generación de intereses frente a lo proyectado de acuerdo a su tabla de amortización. Mientras mayor sea la diferencia entre la tasa de los créditos titularizados y la tasa activa que ofrece el sistema financiero, mayor será la probabilidad de prepago.

Cabe mencionar que el Originador tiene la potestad, pero no la obligación, de realizar trimestralmente canjes del efectivo excedente por cartera nueva que cumpla las características mínimas establecidas en el contrato del Fideicomiso. Caso contrario, dicho efectivo permanecerá en el Fideicomiso, lo cual disminuirá la rentabilidad promedio del activo titularizado. Hasta la fecha de corte Procredit ha realizado dichos canjes con normalidad.

Dentro del modelo de análisis se evalúa la capacidad de la estructura de realizar el pago de los títulos en tiempo y forma, bajo diversos escenarios de prepago, y asumiendo supuestos respecto al reemplazo o no de dicho prepago por nueva cartera.

La tasa de prepago anual promedio bajo la metodología de tasa constante (CPR) registrada desde la transferencia inicial de la cartera al Fideicomiso hasta la fecha de corte es de 19.55%, aunque el promedio de los últimos 18 meses es de 23.05%. En los escenarios de estrés utilizados para la categoría de calificación vigente se utilizaron tasas de prepago comprendidas entre 0% y 30%, bajo la misma metodología.

Estructura Financiera y Legal

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la transferencia efectiva de los activos al fideicomiso. Consideramos que la estructura legal de este proceso permite independizar adecuadamente los riesgos del Fideicomiso de aquellos del Originador, lo cual aporta para que los valores puedan tener una mejor calificación.

Para que haya operado la transferencia de dominio de los documentos de crédito, estos deben estar entregados físicamente al agente de manejo, en su calidad de representante legal del Fideicomiso, hecho que a la fecha de corte ha sido certificado por Fiducia S.A.

La principal fuente de pago de los valores emitidos es la cartera comercial pymes originada por Banco ProCredit S.A transferida al Fideicomiso y aquella que ingrese posteriormente a través de los mecanismos de sustitución y canje de cartera.

La estructura se ha fortalecido respecto a la calificación inicial gracias al incremento de sobrecolateral. La estructura dispone que todo el capital e interés del grupo de cartera llamada *titularizada*, luego de la cobertura de gastos y provisiones requeridas, sea reinvertida a través del canje de los flujos por cartera que Banco ProCredit tiene la potestad de entregar, siempre que esta cumpla con las características mínimas establecidas en el contrato del Fideicomiso. Con respecto al grupo de cartera llamado *sobrecolateral*, este debía manejarse de forma similar hasta que, en conjunto con la cartera *titularizada* y el efectivo existente en el Fideicomiso, se supere en 33.33% al saldo insoluto de los títulos emitidos. A la fecha de corte la cartera transferida junto con el efectivo y las inversiones vigentes, representa 104.08% del saldo insoluto de los títulos; 83.81% por cartera titularizada y el 20.27% de cartera sobrecolateral.

Las devoluciones trimestrales en efectivo al Originador únicamente se deben realizar sobre el que proceda de la cartera *sobrecolateral*, siempre que esta cobertura no baje del 15% y que de acuerdo al modelo de liquidez dichas devoluciones no afecten la capacidad de pago de la titularización.

La estructura contempla un mecanismo para mitigar el riesgo de liquidez que proviene del hecho de que, mientras que en el tiempo el plazo remanente de los títulos se reduce, no existe una limitación en el Fideicomiso respecto al plazo de la cartera que ingresará en el transcurso de la vida de la titularización como parte de los canjes y sustituciones de cartera.

Dicho mitigante consiste en la aplicación de un modelo que debe ser utilizado por la fiduciaria antes de autorizar dichos canjes y sustituciones de cartera. El objetivo del modelo es visualizar el efecto de dichas operaciones en la liquidez futura del Fideicomiso y por ende en su capacidad para realizar el pago en tiempo y forma de los dividendos a pagarse. Dicho modelo incorpora un factor de estrés para validar que, incluso si se dan desviaciones elevadas del flujo frente a lo proyectado, se mantenga la fortaleza de liquidez de la estructura.

Por último, el Fideicomiso cuenta con un Fondo de Reserva, que consiste en un fondo de liquidez que debe cubrir al menos un mes de provisión para el

pago de los dividendos a los inversionistas, lo cual cubriría posibles desfases intermensuales que no se pudieran apreciar en dicho modelo de liquidez.

En el informe de calificación inicial, disponible en www.bankwatchratings.com, se puede encontrar un resumen más detallado de la estructura del Fideicomiso. Adicionalmente, en el informe de seguimiento publicado en marzo-2013 se explica la reforma al contrato al fideicomiso realizada el día 21 del mismo mes.

Gastos de operación proyectados y reales.

Los gastos de operación del Fideicomiso son cancelados con cargo a un fondo rotativo integrado por la suma de USD 20,000, que debe ser repuesto con los flujos del Fideicomiso o mediante aporte del Originador. La suma inicial fue aportada por el Originador en el momento de la constitución del Fideicomiso.

Entre los gastos que debe afrontar el Fideicomiso se encuentran los honorarios de la Fiduciaria, auditoría externa, calificación de riesgos, mantenimiento de la inscripción en la Superintendencia de Compañías y Bolsas de Valores, entre otros. Al momento de la emisión, hubo gastos iniciales por comisiones de colocación de los valores y por la desmaterialización de los títulos, los cuales no se repetirían.

Desde la fecha de constitución del Fideicomiso hasta el corte de este informe, se han registrado gastos operativos (sin gastos financieros ni provisiones de cuentas incobrables) de USD 264M, lo que representa un gasto promedio mensual de USD 6,771.

Para el análisis de la calificación dentro de un escenario AAA, se considera una proyección de gasto operativo fijo mensual de USD 8,450, valor que considera un estrés de 20% frente a lo esperado.

Adicionalmente, en el modelo se contempla el pago de impuesto a la salida de divisas que debe hacer el Fideicomiso al transferir los dividendos de las series a inversionistas del exterior, aunque en función del acuerdo del Originador con los inversionistas, estos últimos estarían asumiendo este gasto.

Por último, si bien Banco ProCredit no facturará al Fideicomiso por la administración de cartera, la calificadora considera el escenario en el que existiera en el futuro un cambio de administrador de cartera y por tanto se genere este gasto variable en el futuro.

Sensibilizaciones al flujo de caja del título

El modelo de análisis utiliza el flujo de caja teórico del activo a transferirse al Fideicomiso (*titularizado*

y *sobrecolateral*) y lo ajusta de acuerdo a los supuestos de pérdida, recuperación y prepago, utilizados en el escenario de estrés correspondiente a cada categoría de calificación. El flujo resultante de cada período, una vez descontados los gastos proyectados, se compara con los pagos programados de capital e interés que deberá realizar el Fideicomiso a los inversionistas para cumplir en tiempo y forma con el pago de los títulos a emitirse. La calificadora asume una curva que determina el momento en que se generan las pérdidas de la cartera.

Mediante la utilización de distintos múltiplos se determinaron los niveles de pérdida bruta a modelar para los distintos escenarios correspondientes a cada categoría de calificación. La calificación otorgada refleja la capacidad de la estructura de pagarse en tiempo y forma, con una pérdida que represente al menos 5 veces la estimada como escenario base.

El análisis considera también un escenario en el que el originador no entregue en el futuro cartera para realizar los canjes y sustituciones, y que por tanto el Fideicomiso acumulara grandes cantidades de efectivo y en consecuencia un margen negativo de interés.

En este caso se realizó el análisis bajo escenarios de pérdidas y prepagos correspondiente a la categoría AAA para las dos series. Se determinó que las series 1 y 2 pueden pagarse en tiempo y forma dentro de este escenario.

Evolución de La Titularización

Evolución de la Emisión

El 29 de mayo de 2013 la Superintendencia de Compañías autoriza el presente proceso de titularización de cartera, que puede emitir valores de contenido crediticio por hasta 70 millones, organizados en dos series de igual prelación, con un plazo total de 1,800 días. Todos los valores tienen la misma fecha de emisión, definida por la primera colocación, la cual se dio el 23 de julio de 2013.

A continuación se detallan las características de las dos series emitidas:

	Serie 1	Serie 2
Monto autorizado	USD 40 millones	USD 30 millones
Monto colocado	USD 28.94 millones	USD 30 millones
Saldo Insoluto	USD 17.36 millones	USD 18 millones
Plazo	1,800 días	1,800 días
Fecha Emisión	23 Jul 13	23 Jul 13
Fecha Vencimiento	23 Jul 18	23 Jul 18
Amortización Capital	Trimestral, Pagos de capital iguales	Anual, Pagos de capital iguales
Amortización Interés	Trimestral	Trimestral
Tasa de cupón	63% de TPP*	68% de TPP*
Base cálculo intereses	360 días	360 días
Fecha aprobación oferta pública	Q.IMV.2013.2666	
No. Resolución aprobatoria	29 May 13	

* Reajustable trimestralmente en función de la tasa promedio ponderada de la cartera titularizada.

Es importante aclarar que el monto colocado reportado en el cuadro anterior se refiere al valor nominal inicial de los títulos efectivamente vendidos, independientemente que estos hayan tenido amortizaciones de capital antes de su colocación.

Las dos series realizan pagos de interés trimestral, con una tasa reajutable con la misma periodicidad, de acuerdo a la tasa promedio ponderada de la *cartera titularizada* calculada al fin del último día del mes anterior a la fecha de pago, multiplicada por un factor determinado para cada serie. El pago programado para octubre-2015 considera una tasa de cupón anual para las series 1 y 2 de 6.9518% y 7.5035%, respectivamente.

La amortización del capital se realiza trimestralmente para la serie 1 y con periodicidad anual para la serie 2. En ambos casos, la amortización se realiza en cuotas iguales de capital.

Hasta julio-2015 se ha realizado el pago de ocho dividendos trimestrales de capital e interés de la serie 1, ocho cupones de interés de la serie 2 y dos pagos de capital de esta última serie. El próximo pago de las dos series se debe realizar en octubre-2015.

La posibilidad de prorrogar el plazo de la oferta pública terminó el 28 de febrero de 2014, y no existe la posibilidad legal de solicitar una prórroga por lo que no existirán en el futuro colocaciones adicionales.

En el contrato del Fideicomiso se establece que en este caso el Fideicomiso debe "restituir al Originador, la parte proporcional de la cartera titularizada y de la cartera sobrecolateral equivalente al porcentaje de valores no colocados", que fue del 16% del valor nominal autorizado.

La Fiduciaria realizó en noviembre-2014 la devolución de efectivo (1.8MM) y cartera

sobrecolateral (USD 1.1MM) al Originador, los cuales representaban el 29.7% del saldo de este rubro. Este porcentaje se justifica en parte por la restitución antes indicada, y por otro, por el exceso de sobrecolateral que de acuerdo al contrato del Fideicomiso puede devolverse al Originador en efectivo, una vez aplicado el orden de prelación y seguidos los procedimientos establecidos.

Por otro lado, no se ha realizado la devolución esperada del 16% del valor nominal de cartera titularizada por lo que en términos netos el Fideicomiso ha transferido al Originador menos recursos que los esperados. Se espera que en los próximos meses Procredit solicite esta devolución.

Evolución de la liquidez del Fideicomiso

A la fecha de corte, el Fideicomiso mantiene recursos líquidos por USD 7.1MM, de los cuales USD 2.7MM se encuentran repartidos en distintas cuentas a la vista en Banco Produbanco y en Banco Internacional, y los USD 4.4MM restantes en inversiones de renta fija de corto plazo en Banco Bolivariano.

De los recursos líquidos, USD 2.5MM están destinados al canje trimestral por cartera de agosto, USD 2.5MM corresponden principalmente a la provisión para el pago trimestral de dividendos (USD 1.2MM) y al fondo de reserva (USD 1.3MM) y USD 2.1MM se mantienen como efectivo en exceso, porque el Originador no entregó un volumen mayor de cartera para el canje ni se planificó para agosto una restitución de efectivo sobrecolateral.

Evolución de la cartera de propiedad del Fideicomiso.

En abril-2013 se realiza la transferencia inicial de *cartera titularizada* y *cartera sobrecolateral* al Fideicomiso por USD 84.5MM, dividido en dos grupos bajo las definiciones legales establecidas en el contrato del Fideicomiso: *cartera titularizada* por USD 74.76MM y *cartera sobrecolateral* por 9.75MM.

A partir de junio-2014 se realizan trimestralmente sustituciones y canjes de cartera, estos últimos para mantener los niveles de cartera en los niveles requeridos.

El hecho de que el Fideicomiso no considere la restitución de efectivo proveniente de la *cartera titularizada* hace que el nivel de respaldo de la titularización se incremente en el tiempo.

A la fecha de corte, la cartera de propiedad del Fideicomiso tiene un saldo insoluto de capital de USD 65MM, del cual USD 58.5MM se cataloga como *titularizada* y USD 6.5MM como *cartera sobrecolateral*.

Características Cartera	Cartera Titularizada	Cartera Sobrecol.	Total
Cartera analizada (capital)	58,522,236	6,514,072	65,036,308
Número de Créditos	2,934	332	3,266
Saldo Promedio por Crédito	19,946	19,621	19,914
Plazo original promedio	43	41	42
Plazo transcurrido promedio	19	17	19
Plazo remanente promedio	24	24	24
Tasa prom. ponder. cartera	11.04%	10.91%	11.02%
% Créditos > \$100,000	1.10%	18.43%	2.84%
% Personas Naturales	93.44%	85.18%	92.61%
% con Garantía Prendaria	0.98%	0.31%	0.91%
% con Garantía Hipotecaria	99.68%	99.74%	99.68%
Deuda / Avalúo Garantías	38.08%	35.82%	37.85%
Promedio Deuda / avalúo hipotecas	38.20%	35.76%	37.95%
> 3 cuotas vencida / saldo crédito	0.15%	0.23%	0.16%

La cartera titularizada corresponde a créditos comerciales pymes que a la fecha tienen un saldo promedio de USD 19.9M. Los créditos se encuentran atomizados en 3266 operaciones y únicamente el 2.84% tiene un saldo por vencer superior a USD 100M. Este porcentaje puede llegar como máximo a 10% de acuerdo a lo dispuesto en la escritura del Fideicomiso.

Si bien el plazo original promedio es de 42 meses, la cartera tiene un plazo transcurrido promedio de 19 meses. El plazo remanente (24 meses) es menor a los 36 meses que restan por vencer las clases emitidas, por lo cual actualmente existe un descalce positivo de plazos.

La estructura contempla que trimestralmente se realicen canjes de efectivo por nueva cartera que cumpla con las características mínimas establecidas en el contrato de constitución del Fideicomiso. Conforme ingrese nueva cartera y se reduzca el plazo por vencer de la emisión se esperaría que el descalce se invierta.

Si bien todos los créditos tienen una tasa reajutable en función de la tasa pasiva referencial publicada por el Banco Central del Ecuador, en la práctica esta se encuentra limitada por el tope máximo legal aplicable al segmento Comercial Pymes, que desde octubre-2008 se encuentra fijado en 11.83% en términos efectivos.

Casi la totalidad del saldo insoluto de la cartera está respaldado con garantía hipotecaria, y el porcentaje continúa incrementándose debido a que toda la cartera que ingrese en el futuro debe tener este tipo de garantía.

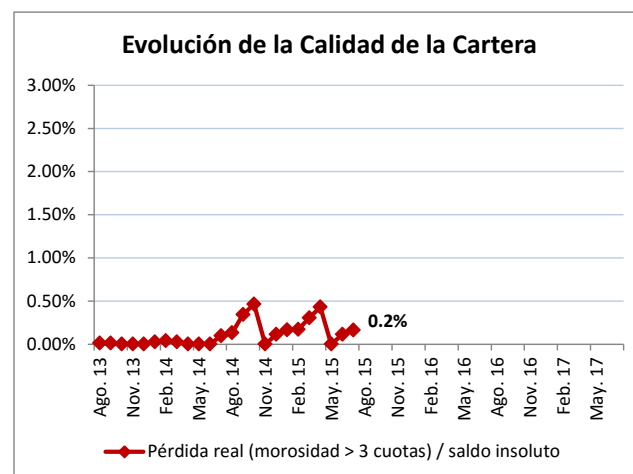
En promedio la deuda representa el 37.9% de los bienes inmuebles que la garantizan (44.4% en la calificación inicial), porcentaje más conservador que las coberturas mínimas que exige la estructura para las futuras transferencias de cartera, de 130% (relación máxima deuda / avalúo de 76.92%) para el 90% de la cartera, y 120% (relación máxima deuda / avalúo de 83.33%) para el restante 10%.

El contrato del Fideicomiso establece, entre otras, las siguientes características mínimas que debe cumplir la cartera de crédito comercial pymes que ingrese en el futuro, como parte de los canjes y sustituciones de cartera comercial pymes:

- Que la deuda no haya sido reestructurada;
- tener una morosidad máxima de 30 días a la fecha de aporte;
- contar con una garantía exclusivamente hipotecaria;
- que su tipo de tasa de interés sea reajutable;
- tener un capital original máximo de USD 200.000;
- que el porcentaje de saldo insoluto por cobrar entre USD 100,000 y USD 200,000 no supere el 10% de la cartera vigente;
- que el monto promedio máximo de la cartera titularizada sea de USD 50.000;
- tener una periodicidad de pago máximo trimestral; y,
- que el 90% de la cartera tenga una garantía cuya cobertura mínima sea del 130% y que el 10% de la cartera tenga una garantía cuya cobertura mínima sea del 120%.

En el caso de ser persona natural, el tipo de actividad del cliente será: negocio propio.

La cartera se mantiene sana. La cartera con más de tres cuotas vencidas representa únicamente el 0.2% del saldo total. Este porcentaje se encuentra influenciado por las sustituciones de cartera vencida que ha realizado el Originador ejerciendo la facultad de hacerlo que le otorga la escritura del Fideicomiso.



**Banco Procredit S.A.
(Originador y Administrador de Cartera)**

Banco ProCredit S.A, originador de la presente titularización y administrador de la cartera del Fideicomiso, es una institución ecuatoriana que forma parte de la red de 19 bancos del grupo ProCredit Holding AG & Co. KGaA, enfocado en la concesión de crédito y otros servicios bancarios en economías de transición y países en desarrollo de Europa del Este, América Latina y África. La Institución se encuentra en el país desde el año 2001.

El Banco mantiene una calificación global de riesgo de crédito en escala local de AAA-, otorgada por BankWatch Ratings. La calificación se sustenta en el soporte patrimonial y de fondeo que le provee su accionista mayoritario ProCredit Holding AG & Co. KGaA (Alemania), calificado internacionalmente por Fitch en "BBB". Consideramos que la operación de ProCredit Ecuador es estratégicamente importante para la franquicia y que el apoyo financiero en caso de requerirlo sería oportuno y suficiente.

Banco ProCredit se beneficia de las fuertes sinergias existentes, del uso de marca, el control de riesgos y de mejores prácticas del grupo financiero. Esto se manifiesta en la consolidación de una estrategia común, inyecciones de capital y provisión de líneas de financiamiento, así como en el apoyo comercial, operativo y técnico, brindado de forma permanente.

En los últimos años, el Banco ha redefinido su modelo de negocio hacia clientes con mayor capacidad de endeudamiento. Esto significa una reducción importante de infraestructura tanto física como de personal, en búsqueda de un servicio más personalizado y con el objetivo de mantener el nivel de rentabilidad. A nivel internacional, el Grupo ha enfocado esfuerzos en reducir su presencia regional.

El comportamiento histórico de la cartera es bueno, respecto de la banca privada. Los niveles de morosidad están debajo del promedio de los pares, demostrando conocimiento adquirido en el negocio. La tendencia creciente de la morosidad del Banco se asocia al cierre de oficinas, reasignación del seguimiento y cobranza, y se refleja en algunas plazas de donde ProCredit salió.

Una vez revisados los procedimientos de originación y cobranza de la Institución, consideramos que el Banco tiene la suficiente capacidad técnica y humana para desenvolverse adecuadamente como Administrador de Cartera de esta titularización.

**Fiducia S.A. Administradora de Fondos
Fideicomisos Mercantiles
(Agente de Manejo)**

Fiducia S.A. es una empresa administradora de fondos y fideicomisos inscrita en el Registro del Mercado de Valores desde el 21 de febrero de 1996, y autorizada para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización desde octubre de 2001.

Consideramos que esta empresa tiene la capacidad técnica y experiencia suficiente para desempeñarse adecuadamente como Administradora del presente fideicomiso.

La empresa cuenta con un manual operativo interno que contiene los parámetros técnicos, y manuales de procedimiento que le acreditan como Administrador Fiduciario.

Consideramos que los sistemas de información, la infraestructura y recursos tecnológicos son adecuados para sus funciones.

Los principales funcionarios de la compañía cuentan con formación profesional y técnica y experiencia en el mercado. A la fecha de análisis, Fiducia tiene 109 funcionarios, de los cuales 60 se encuentran en Quito y 49 en Guayaquil.

Presencia Bursátil del Valor

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

Al momento el Originador no mantiene otras emisiones vigentes en el mercado de valores además de la presente titularización.

Ecuador

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

Sector Real

USD Millones	2012	2013	2014
PIB Corriente en millones	87,623	94,473	100,543
PIB Constante en millones	64,106	67,081	69,632
Tasa de crecimiento anual			
PIB Corriente	10.53%	7.82%	6.43%
PIB Constante	5.22%	4.64%	3.80%

Comercio Exterior

USD Millones (FOB)	Ene/Jun 2014	Ene/Jun 2015
Exportaciones	13,427	9,826
Petroleras	7,241	3,824
No Petroleras	6,186	6,001
Importaciones	12,743	11,043
Balanza Comercial	684	(1,217)

Reserva y Deuda

USD Millones	2013	2014	2015 II *
RILD	4,361	3,949	4,739
Deuda Pública Interna	9,927	12,558	12,304
Deuda Pública Externa	12,920	17,582	20,038
Deuda Privada Externa	5,859	6,545	7,046
Deuda pública	22,847	30,140	32,342
Deuda pública como % PIB	24.18%	29.98%	0.00%

* Dato acumulado del año

Indicadores Monetarios

USD Millones	2013	2014	2015 I *
Inversión Extranjera Directa	732	766	171
Remesas	2,450	2,462	530

* Dato acumulado del año

Inflación

IPC	2013	2014	2015 I *	2015 II *
Tasa de Inflación Mensual	0.20%	0.11%	0.41%	0.41%
Tasa de Inflación Anual	2.70%	3.67%	3.76%	4.87%
Tasa de Inflación Acumulada	2.70%	3.67%	1.63%	3.08%

Mercado Laboral

	2013	2014	jun-15
Desempleo	4.86%	4.54%	5.60%
Subempleo	43.18%	43.78%	39.30%
Ocupados Plenos	51.67%	51.40%	55.10%

Fuente: BCE, Análisis Semanal
Elaboración: BWR

Contactos:

Patricia Pinto
(5932) 292 2426 ext.103
ppinto@bwratings.com

Sebastián Baus
(5932) 292 2426 ext.104
sbaus@bwratings.com

La economía ecuatoriana se caracteriza por tener una estructura concentrada en ingresos y poca flexibilidad de fondeo. La dependencia en pocos productos para el desarrollo de la economía y la falta de un fondo de estabilización para épocas de crisis, generan mayor incertidumbre en cuanto a la liquidez de la economía, la cual influye directamente en el desarrollo del sistema financiero, de la industria, y del comercio en general. Por otra parte, el bajo incentivo a la inversión extranjera directa (IED) y la estructura concentrada de la balanza comercial, representan un problema para un país dolarizado, limitando el crecimiento de la oferta monetaria y por ende de la economía.

La vulnerabilidad de la economía ecuatoriana se evidencia en el año 2015 que ha transcurrido y terminará con un entorno operativo económico de liquidez contraída y de alta incertidumbre económica, política y social, lo cual seguramente se extenderá al menos a la primera mitad del 2016, dependiendo del comportamiento del precio del petróleo y de la dirección de las decisiones del gobierno principalmente en cuanto a temas estructurales relacionados al gasto corriente, al comercio exterior, a las políticas que afecten a la industria local y a las inversiones en general. Mientras que la economía ecuatoriana mostró tasas de crecimiento importantes, aunque decrecientes, en los últimos 4 años (entre 7.87% y 3.80%) para el 2015 se espera que el PIB no crezca o inclusive que disminuya. Todavía no se ha expuesto cifras oficiales actualizadas ni proyecciones concretas de otras fuentes al respecto.

La pérdida de ingresos por la caída del precio del petróleo (55% entre junio-2014 y junio 2015), el cual sigue a la baja (USD45/b a septiembre 2015), no permitirá sostener el importante gasto corriente por parte del gobierno, lo cual ha sido el motor del crecimiento económico de los últimos años. Asimismo, será inevitable limitar los proyectos de inversión. Creemos que esta pérdida de ingresos y la menor actividad del Gobierno no podrán ser compensadas con inversión privada local y/o extranjera que promueva la producción y/o el comercio, ya que el discurso político, el endurecimiento desmedido de las leyes tributarias y la volatilidad del entorno legal no han propiciado ni propician un ambiente adecuado para el efecto. Por otro lado, la percepción actual en cuanto al Ecuador como riesgo de crédito también limita las alternativas de fondeo a través de nuevos créditos. Por último, los problemas económicos actuales de China (mayor prestamista del país en los últimos periodos) generan incertidumbre en cuanto a los compromisos financieros adquiridos con el Ecuador. De honrarse dichos compromisos, la brecha financiera del 2015 estaría cubierta pero se trasladarían los problemas para los siguientes años.

Frente a las crecientes necesidades de financiamiento el gobierno ha anunciado recortes de gastos lo cual no se evidencia de acuerdo a las cifras del primer semestre del año que muestran que el rol de pagos ha crecido de manera considerable (9.1% en un año). El déficit de las operaciones del Gobierno Central fue menor de lo que se esperaba gracias a mayores recaudaciones por la amnistía tributaria, la nueva reforma tributaria y los gravámenes a las importaciones. Se estima que la inversión pública sí se ha reducido pero en niveles menores al estimado por el Gobierno.

La industria ecuatoriana ha tenido y tendrá que enfrentar adicionalmente factores externos, como es la apreciación del dólar frente a las monedas de los países con los que comerciamos, lo cual reduce nuestra competitividad tanto en el mercado local como en el exterior. A esta pérdida de competitividad contribuye adicionalmente, el alto costo de producir en el Ecuador afectado especialmente por los salarios. Por



otro lado, los precios de los productos locales se incrementaron ya que la creciente demanda de la época de bonanza no estuvo acompañada con aumentos de productividad. Según Análisis Semanal del 8 de septiembre de 2015, "...A julio de 2015, en términos reales de capacidad de compra, Ecuador se ha vuelto en promedio un 9.4% más costoso en relación a los 22 países con quienes tiene mayor comercio". Las exportaciones no petroleras también mantienen la tendencia a decrecer durante el 2015.

Para controlar la demanda de los productos importados el Gobierno implementó cupos, y un sistema de salvaguardia de balanza de pagos (marzo-2015) para encarecer dichos productos (del 5% al 45% a casi 3000 productos o 32% de los productos que importa el país). La salvaguardia, contemplada por la OMC y aceptada por el período de 15 meses, se aplicará a todos los productos que no se consideren indispensables es decir a casi todos los productos de consumo, a las materias primas y productos no terminados especialmente aquellos que compitan con los nacionales y a los bienes de capital cuya importación pueda ser pospuesta por un año. Según las normas internacionales de comercio las salvaguardias podrían extenderse y prorrogarse, por lo que legalmente podrían estar vigentes hasta por 10 años.

Durante el 2015 se observa un decrecimiento en las importaciones de bienes de consumo, de insumos y de bienes de capital. Habría que analizar puntualmente el impacto que estas medidas hayan tendido y tengan en cada industria y en cada empresa. Se conoce que las salvaguardias generaron incomodidad dentro de las negociaciones para el tratado de libre comercio con la Unión Europea, aunque en septiembre la Comisión Parlamentaria Europea resolvió favorablemente la adhesión de Ecuador al acuerdo comercial multipartes con la UE, Colombia y Perú, por lo cual se espera que el proceso siga adelante. Hasta el momento Colombia y Perú no se han pronunciado. Preocupa el poco interés de las autoridades para negociar con mercados como el de USA que capta algo más que el 42% de nuestras exportaciones. En este punto el acceso a mercados internacionales es crítico para el desenvolvimiento del país.

No se espera que el precio del petróleo suba ni que el dólar se debilite en el mediano plazo, por lo que el equilibrio de las finanzas públicas y del comercio exterior seguirán siendo retos para el gobierno. Estos retos tendrían que enfrentarse con cambios estructurales que difícilmente el gobierno estaría dispuesto a asumir. Dentro de este entorno operativo complicado, el desafío para la industria nacional es recuperar su competitividad. El ambiente operativo ecuatoriano se ha visto perturbado adicionalmente por el comportamiento del Cotopaxi y la expectativa de la Corriente de El Niño; el desenvolvimiento de estos fenómenos naturales es impredecible en tiempo e intensidad pero tendrán sus efectos en la economía ecuatoriana.

Marco Regulatorio y Riesgo Sistémico

Luego de un año de la aprobación del Código Monetario Financiero, se mantiene la expectativa en cuanto a modificaciones importantes que a mediano plazo deben concretarse en la estructura del sistema financiero ecuatoriano. En sep-2015 venció el plazo para que las entidades financieras que mantienen acciones en otras entidades financieras, como consecuencia de convenios de asociación, enajenen las acciones; hasta el momento no se ha producido ningún cambio en este sentido. En mar-2016 vencería el plazo para la sustitución de certificados de autorización para las entidades del sistema financiero. Esto implica que diez Sociedades Financieras deban fusionarse, convertirse en banco o liquidarse; adicionalmente esta norma implica que los bancos tengan que ajustar su capital social a un mínimo de USD 11MM. La SB en acuerdo con la JPRMF podrá ampliar el plazo hasta por 18 meses por una sola vez, por razones debidamente justificadas. Creemos que la mayoría de entidades solicitará la prórroga de plazo y que a mediano plazo observaremos un sistema financiero con menor número de instituciones.



En general, una de las grandes preocupaciones que genera el Código es la ambigüedad de su redacción ya que no define con claridad el alcance de varios artículos. Inquietan las amplias atribuciones otorgadas a la Junta y la discrecionalidad con la que ésta puede regular, factores que limitan nuestra capacidad para determinar al momento, el impacto del Código en el sistema financiero. Los efectos que se observen en el comportamiento del sistema financiero dependerán en gran medida del enfoque de las decisiones de regulación, las mismas que pueden darse en función de objetivos técnicos o bajo una visión política. Por otra parte, es incierto si el enfoque de control de la Junta será vía punitiva o vía incentivos.

A partir del segundo trimestre de 2015, el sistema financiero muestra una importante contracción de los depósitos, principal fuente de fondeo del sistema. Esto se debe en parte a la percepción de riesgo entre el público que en algunos casos prefiere mantener su dinero fuera del sistema financiero ecuatoriano y/o bajo su propio control; pero adicionalmente la reducción de los depósitos obedece a la contracción de la masa monetaria que se va ajustando a las nuevas condiciones del entorno macroeconómico descritas anteriormente. La reducción de los depósitos ha obligado a las instituciones financieras a desacelerar e incluso a disminuir las colocaciones en cartera privilegiando su posición de liquidez aun cuando los indicadores de rentabilidad se aprieten por menores volúmenes de crédito. Esta tendencia se mantendrá a mediano plazo. Adicionalmente, la rentabilidad se podría ver afectada por presiones en el margen financiero que provendrían del incremento en la tasa pasiva para competir por las captaciones del público.

La compleja situación del entorno macroeconómico podría afectar negativamente la calidad de la cartera de las instituciones financieras las mismas que al mismo tiempo, por la compresión de su rentabilidad tendrían menor capacidad para establecer provisiones y fortalecer su patrimonio.

La intención del Gobierno de participar en las decisiones del sistema financiero y en aquellas que deberían ser particulares de cada institución, se evidencia en las nuevas resoluciones emitidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Entre otros, los principales temas abordados en dichas resoluciones son: direccionamiento de crédito, programa de inversión de excedentes de liquidez, gestión del dinero electrónico, segmentación de la cartera de crédito. En general las nuevas normas limitan la capacidad de gestión técnica y estratégica particular de las instituciones del Sistema Financiero, lo cual aumenta su riesgo de liquidez, su riesgo de crédito, su capacidad de generación y por lo tanto su capacidad de fortalecerse patrimonialmente. Por otro lado, los frecuentes cambios en la normativa generan incertidumbre y desmotivan las estrategias y propuestas de crecimiento del negocio en el largo plazo.

Los efectos negativos del entorno operativo afectarán de manera distinta a cada una de las instituciones financieras dependiendo principalmente de la flexibilidad de su estructura de costos y de sus fortalezas patrimoniales. Consideramos que las instituciones con economías de escala eficientes y aquellas con patrimonios libres adecuados podrán afrontar de mejor manera esta coyuntura.

Una de las mayores amenazas de la industria sería una mayor contracción de depósitos la cual podría verse mitigada por la atribución que tiene la JPRMF de ejercer mayor control al flujo de capitales frente a un desequilibrio mayor de la balanza de pagos.

Para mayor información sobre el entorno económico o de los diferentes sub-sistemas financieros por favor referirse a nuestra página web, www.bankwatchratings.com en la sección “Reportes Especiales”.

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros NO son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmo una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. .

©® BankWatch Ratings 2015.