

Ecuador
 Primer seguimiento

II Titularización de Cartera Importadora Tomebamba Valores VTC-TOMBAMBA II

Calificación

Serie	Calif. anterior	Calif. actual	Último cambio
A	AAA	AAA	--
B	AAA	AAA	--
C	AAA	AAA	--

Descripción de la Calificación

“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:* Importadora Tomebamba (ITSA)
- *Administrador Cartera:* ITSA
- *Agente de Manejo:* Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos.

Punto de equilibrio financiero:

Un valor

Contactos:

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

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de las series A, B y C que emitirá el Fideicomiso Mercantil de la II Titularización de Cartera Importadora Tomebamba, en ‘AAA’.

Calificación Local: La calificación emitida pertenece a una 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.

Elevada capacidad de pago bajo condiciones de estrés. El análisis de la capacidad de pago de la titularización se realiza modelando los flujos proyectados de la cartera del Fideicomiso, y ajustándolos por distintos niveles de siniestralidad, recuperación legal y prepago; el flujo se asigna a las obligaciones que este deberá cumplir con los inversionistas, en función del orden de prelación establecido y las tablas de amortización de los valores. Sobre la base de dicho análisis se concluye que las series calificadas mantendrían su capacidad de pago en un escenario de estrés consistente con la calificación AAA.

Cobertura importante de mecanismos de garantía. El mecanismo de garantía utilizado en la titularización es la sobrecolateralización, que consiste en que el Originador transferirá un monto de cartera superior al valor nominal de los títulos a emitirse; dicho exceso servirá para cubrir desfases en los flujos proyectados, debido principalmente a la morosidad y al prepago de los créditos titularizados. Dicho mecanismo de garantía permitiría un deterioro 5.6 veces más grande que la pérdida base utilizada por la calificador. La capacidad de pago de la titularización se encuentra vinculada a los flujos que generará el activo subyacente, y por tanto se considera independiente de la fortaleza crediticia futura del Originador.

Estructura legal adecuada. La emisión se encontrará respaldada con cartera generada bajo las políticas del Originador en la venta de vehículos nuevos y usados realizada en los concesionarios Casabaca y Toyocosta. Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y transferencia efectiva de los activos titularizados hacia el patrimonio autónomo, la cual se formaliza con la firma del contrato de fideicomiso y la cesión de los referidos documentos de crédito. Los pagarés deben ser endosados documento por documento a favor del fideicomiso conforme lo señala el artículo 1849 del Código Civil.

Riesgos de contraparte evaluados favorablemente. Importadora Tomebamba S.A. (ITSA) es el originador de la presente titularización y es el administrador de la cartera fideicomitada. Luego de analizar la trayectoria de la empresa, sus políticas de originación y cobranzas, y su infraestructura, consideramos que ITSA tiene la capacidad técnica y la infraestructura necesaria para cumplir adecuadamente con estas obligaciones. Los riesgos de contraparte existentes en la escritura son bajos debido a su naturaleza de corto plazo, la calidad de las contrapartes y las garantías internas y externas existentes para mitigarlas.



Presentación de Cuentas

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

- Contrato de Fideicomiso y demás documentos legales pertinentes.
- Informe de estructuración financiera
- Información sobre el comportamiento histórico de la cartera automotriz comprada por el Originador a Casabaca y Toyocosta desde enero-2009 hasta diciembre-2014.
- Estados financieros de Fideival a diciembre-2013 y diciembre-2014 preparados bajo Normas Internacionales de Información Financiera. Los estados financieros del 2013 y 2014 fueron auditados por la empresa Nuñez Serrano & Asociados, que emitió una opinión limpia sobre su razonabilidad. Estados financieros directos de Fideival a junio-2015.
- Estados financieros del Originador por los períodos anuales 2012, 2013 y 2014. En los tres años la firma auditora KPMG otorgó una opinión sin salvedades sobre su razonabilidad bajo Normas Internacionales de Información Financiera. Estados financieros directos a junio-2015 y Estado de Resultados proyectados para los años 2015 y 2016.
- Estados financieros directos del Fideicomiso de abril-2015 a junio-2015. Información relevante sobre la evolución del activo subyacente y del proceso de titularización hasta junio-2015.

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

Por favor remitirse al anexo 1.

Hechos Relevantes y Subsecuentes

Cupos más reducidos a importaciones de vehículos y CKDs

Mediante Resolución No. 049-2014, el Comité de Comercio Exterior (Comex) resolvió prorrogar hasta el 31 de diciembre de 2015 la vigencia de las Resoluciones de Comex No. 65 y 66 del año 2012 y 011-2014, así como sus respectivas reformas. Dichas resoluciones establecen cupos a las importaciones tanto de vehículos y CKDs.

En esta última resolución, se aprueba un nuevo régimen de cupos tanto para la importación de autos como para las partes o CKD para su ensamblaje; en consecuencia se reducen una vez más los cupos por marcas para vehículos, partes y piezas, lo cual tendrá un impacto en las ventas de este sector en el 2015.

Análisis de Estrés

Pérdida estimada de la cartera de créditos titularizada

La pérdida bruta esperada (antes de recuperaciones por vía legal) para un escenario base (*pérdida base* en adelante) se obtiene del estudio del comportamiento histórico de la cartera del Originador; de la revisión de sus políticas de originación y cobranzas; de la experiencia internacional, y del análisis de las características mínimas de la cartera que ingresará al Fideicomiso a lo largo de su vigencia.

En la calificación inicial la base de cartera histórica se agrupó en *cosechas* de acuerdo a su trimestre y año de colocación, y se calculó la siniestralidad de cada una, en función del saldo de la cartera automotriz que hubiere mantenido en algún momento de su vida cinco o más cuotas vencidas. Puesto que el Fideicomiso establece que podrá ingresar en el Fideicomiso cartera perteneciente a Importadora Tomebamba que hubiese sido comprada a Casabaca o a Toyocosta, se analizó la cartera de ambas plazas.

Posteriormente, se realizó una extrapolación de la pérdida de las cosechas con pocos meses transcurridos en función del comportamiento de las cosechas con mayor historia y se obtuvo el promedio de la proyección de todos los trimestres analizados.

Por último, se ajustó el nivel de pérdida encontrado considerando la evaluación de las políticas de originación y cobranza de la cartera automotriz de Importadora Tomebamba así como los requisitos mínimos que debe tener la cartera que ingrese al Fideicomiso a lo largo de su vida.

Sobre la base de este análisis se determinó una pérdida bruta esperada de 4.30%, a utilizarse como escenario base, que se mantiene para este seguimiento de calificación.

El modelo de flujos considera también un supuesto de recuperación parcial de los créditos en mora, a través de la acción legal correspondiente y luego de un tiempo estimado de 24 meses. Tanto el nivel de pérdida como el porcentaje de recupero es estresado de acuerdo al escenario de calificación.

Por último, cabe indicar que en el contrato del Fideicomiso el Originador se compromete a reemplazar mensualmente por nueva cartera a aquellos préstamos que registren atrasos mayores a 90 días. En el presente análisis se busca encontrar la capacidad de pago autónoma del Fideicomiso, por lo que se considera un escenario donde el Originador no cumpla con esta obligación.

El Fideicomiso aún no realiza la emisión de los valores por lo que este se encuentra realizando únicamente reposiciones y aportes de cartera, para reemplazar



las recaudaciones y mantener el volumen y calidad de la cartera.

Prepago de la cartera

El modelo contempla un análisis de la sensibilidad de la capacidad de pago de la titularización a movimientos en la tasa de prepago de la cartera. El prepago parcial y/o total de los créditos reduce la generación de intereses esperados de acuerdo a su tabla de amortización, si es que estos no son reemplazados inmediatamente por nuevos créditos.

El prepago histórico de la cartera del Originador se estima en 11.9% anual, medido bajo la metodología de tasa de prepago constante (CPR por sus siglas en inglés). Para la evaluación de la sensibilidad de la emisión calificada al prepago se probó el comportamiento de la estructura bajo niveles comprendidos entre 0% y 24%.

En circunstancias normales, se espera que el Originador utilice su derecho de intercambiar mensualmente los flujos excedentes del Fideicomiso por nueva cartera automotriz, con lo cual el efecto del prepago se mitigaría; si es que esto no sucediera, el Fideicomiso empezaría a acumular en el tiempo un nivel importante de efectivo, que reduciría la generación de excedentes. Este escenario se evalúa como parte del análisis de calificación.

Por otro lado, el nivel prepago puede verse influenciado por las compras que el Originador realizará de la totalidad de los créditos que mensualmente hayan tenido abonos extraordinarios y que hubieren modificado su tabla de amortización; en estos casos la empresa debe realizar la restitución con nueva cartera de al menos el mismo valor nominal.

Estructura Financiera y Legal

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo.

La transferencia de dominio de la cartera de crédito se la realizará a título de fideicomiso mercantil, y en el caso de la primera transferencia la misma se verifica legalmente con la firma del contrato de fideicomiso y con la cesión de los referidos documentos de crédito. Si se tratare de pagarés a la orden y letras de cambio, estas deberán ser endosadas documento por documento a favor del fideicomiso conforme lo señala el artículo 1849 del Código Civil.

Efectuada por parte del Agente de Manejo la constatación de la cesión o endoso de los documentos de crédito, se podrá afirmar que la propiedad de los documentos ha sido transferida al fideicomiso de forma efectiva.

Cabe indicar que en abril-2015 se realizó la transferencia inicial de cartera por un valor nominal (incluyendo el capital del seguro anual financiado) de USD 19,767,342.52. Hemos recibido por parte de la Fiduciaria la certificación de que **esta ha recibido todos los documentos de créditos que respaldan el monto de la cartera titularizada a la fecha de corte.**

Mecanismos de garantía y cobertura de riesgos

El mecanismo de garantía utilizado en este proceso de titularización es la sobrecolateralización, que consiste en que el Fideicomiso mantendrá un monto de cartera superior al valor nominal de los títulos a emitirse; dicho exceso servirá para cubrir desfases en los flujos proyectados, debido principalmente a la morosidad y al prepago de los créditos titularizados. De acuerdo al informe de estructuración financiera, este mecanismo de garantía cubre en al menos 17.01 veces el índice de siniestralidad calculado por el estructurador (1.86%), cumpliendo holgadamente con el requerimiento legal de 1.5 veces.

Cabe indicar que de acuerdo a la estructura del informe para todos los cálculos financieros y de cobertura de los mecanismos de garantía se considera *cartera* al capital por amortizar del financiamiento de vehículos y al capital por amortizar del financiamiento del seguro cuyo período se encuentre devengando, excluyendo por tanto al seguro que a futuro se financiaría pero que todavía no se está devengando. A lo largo de este informe se utilizará el mismo criterio para referirnos a la cartera fideicomitida, así como para todo el análisis e información reportada, salvo que se indique lo contrario.

A la fecha de corte el Fideicomiso mantiene cartera por USD 18,813,270.65, fondos disponibles por USD 371m y cuentas por cobrar al originador por las recaudaciones semanales de la cartera por USD 570m, que suman un total de USD 19,754M. Por tanto, frente a un monto por emitir de USD 15MM, el sobrecolateral actual representa **31.7% del monto a emitirse o 24.1% del activo de respaldo**. Este último porcentaje cubre en 5.6 veces la pérdida base de 4.30% estimada en este informe.

La diferencia entre el índice de siniestralidad calculado por el estructurador financiero (1.86%) y el utilizado como escenario base por la calificadora (4.30%) se da entre otras razones porque el primero es neto de recuperaciones legales mientras que la calificadora analiza dichas recuperaciones de forma independiente. Adicionalmente, la estimación puede variar debido a la muestra utilizada, la metodología de estimación y los supuestos considerados por la calificadora en relación a las características futuras



que podría tener la cartera del Fideicomiso, en función de lo que permite la estructura.

El nivel de sobrecolateralización requerido varía mensualmente en función de la tabla que está incluida en el contrato del Fideicomiso. En la misma se aprecia que el requerimiento iría de 29% hasta 95.03%, con porcentajes más altos especialmente en el último año de vigencia de la serie más larga.

El hecho de que el pago en tiempo y forma de los títulos emitidos dependa principalmente de un activo separado, diversificado, e independiente del riesgo de crédito de Importadora Tomebamba, combinado con las demás características de la estructura, permiten que la titularización tenga una calificación de riesgo superior a las que tendrían las obligaciones generales del Originador.

La cartera que se aporte al Fideicomiso, tanto antes de la emisión como en las restituciones mensuales de cartera, debe cumplir al menos con las siguientes características mínimas:

- a. Estará integrada por créditos que estén originados en la venta de vehículos nuevos y usados realizada en los concesionarios CASABACA S.A. y TOYOCOSTA S.A.; y que posteriormente han sido adquiridos por el Originador.
- b. Que al menos un 80% de los documentos de crédito transferidos estén respaldados por pólizas de seguro vigentes “todo riesgo” que cubren al vehículo en garantía, por al menos el primer año de vigencia de la obligación.
- c. Que sean créditos aprobados bajo los procedimientos y políticas estándares o generales del Originador.
- d. Que tengan como garantía la reserva de dominio o prenda comercial sobre el vehículo que financian.
- e. Que en ningún momento la cartera de los vehículos usados represente más del 35% del saldo total de la cartera existente en el Fideicomiso, y que la antigüedad máxima de los vehículos que garantizan dicha cartera sea de nueve años.
- f. Que no haya sido reestructurada la obligación como consecuencia de un incumplimiento en el plan de pagos o tabla de amortización inicialmente pactados.
- g. Que no mantengan retrasos por más de 15 días en el pago de una cuota del crédito, al momento de la transferencia al FIDEICOMISO.
- h. La cartera de un mismo deudor (persona natural o jurídica) no podrá exceder del 1% del total de la cartera aportada al Fideicomiso. Asimismo, todos aquellos deudores (personas naturales o jurídicas) que individualmente representen el 1% del total de la cartera y/o créditos cuyo capital sea superior a USD 100,000 no podrán en conjunto, representar más del 20% del total de la cartera existente en el

Fideicomiso. El 80% restante no podrá contener créditos superiores a USD 100,000.

- i. Que los documentos de crédito estén compuestos en un 80% con plazos por redimirse de hasta 36 meses y un 20% con plazos de hasta 48 meses, mientras no excedan el plazo por redimirse de las obligaciones con los inversionistas, dentro del rango de descalce de plazos que se señala a continuación. El plazo máximo de descalce entre las obligaciones con los inversionistas y la cartera del Fideicomiso no podrá exceder de 12 meses. En caso de aportarse cartera de mayor plazo, se considerará únicamente el monto de capital de los créditos que de acuerdo a su tabla de amortización debe pagarse dentro del plazo de vencimiento de las obligaciones con los inversionistas.
- j. Que el capital de la cartera con la cual se realiza la restitución, calculado de acuerdo a los literales a) y b) e i), cubra al menos el 100% del valor nominal de la cartera que reemplaza.

La estructura contempla también la restitución de cartera por cartera, que consiste en el intercambio mensual de cartera del Fideicomiso por otra nueva que el Originador aportará de cumplirse alguna de las siguientes causales:

- Cuando uno o varios de los vehículos cuya cartera haya sido aportada al Fideicomiso sufra un siniestro de pérdida total.
- Cuando el cliente se encuentre reportado en alguna de las listas de observados que la fiduciaria tiene disponible.
- En caso de fallecimiento, insolvencia, liquidación del deudor titular o contratante de la obligación objeto de la cartera aportada al Fideicomiso.
- Cuando la cartera registre atrasos mayores a 90 días.
- Cuando la cartera sea prepagada total o parcialmente.
- Cuando el vehículo objeto del crédito sufra un siniestro y no cuente con seguro.

El hecho de que la cartera prepagada total o parcialmente o con problemas de pago deba ser reemplazada hace que en condiciones normales el Fideicomiso se encuentre protegido del riesgo de crédito y prepagado de la misma. No obstante, la capacidad de pago de la titularización se modela en el presente análisis de calificación sin considerar estas características, puesto que se busca estimar la fortaleza intrínseca de la estructura, con independencia de la capacidad y voluntad futura del Originador de cumplir con dichos compromisos.

Las contrapartes relevantes de la estructura son el Originador, como administrador de la cartera fideicomitida; Fideival, como agente de manejo y



agente de pago, y Picaval, como agente colocador de los valores.

El riesgo de contraparte por la colocación de valores no es significativo para el Fideicomiso debido a que los fondos netos de la colocación son propiedad del Originador, excepto por el rubro que se requiere para la constitución del Fondo de Reserva de Liquidez (USD 300M). Adicionalmente, este riesgo se encuentra mitigado por el hecho de que la contraparte es una casa de valores de amplia trayectoria y que las negociaciones se realizarán a través de bolsas de valores locales que cuentan con garantías de ejecución.

La administradora de Fondos y Fideicomisos Fideval S.A., tiene de igual forma una amplia trayectoria como agente de manejo y en nuestro criterio cuenta con una infraestructura adecuada para actuar como agente de manejo de esta titularización.

Por otra parte, el riesgo de contraparte existente entre el Fideicomiso y el administrador de cartera, que es el mismo Originador, es reducido debido a que el traspaso de la recaudación de la cartera se realizará semanalmente. Adicionalmente, la estructura considera un Fondo de Reserva de Liquidez que supera los montos de recaudación semanal estimados. A través de este mecanismo en el primer año se mantendrá recursos líquidos por USD 300,000, y de ahí en adelante su monto se reducirá anualmente en USD 50,000.

Las políticas de depósitos e inversiones también mitigan el riesgo de crédito de las mismas. El contrato del Fideicomiso considera que los depósitos a la vista e inversiones temporales que realice el Fideicomiso solamente podrán realizarse en emisores o entidades distintos al Originador, que estén aprobados por éste y que tengan al menos calificación de riesgo AA+ en escala local. A nivel internacional, los depósitos e inversiones podrían hacerse en entidades con calificación de al menos BBB y A, respectivamente. Además, se espera que las inversiones sean de corto plazo puesto que su vencimiento debe ser igual o anterior a las fechas de cumplimiento de las obligaciones del Fideicomiso.

El riesgo de descalce derivado de que la cartera aportada mensualmente pueda tener un plazo mayor hasta en 12 meses al plazo remanente de los títulos a emitirse se encuentra cubierto tanto por el holgado nivel de sobrecolateralización como por el denominado Fondo de Reserva por Descalce de Plazos, que se conformará a través de una provisión mensual del primero al trigésimo mes, hasta llegar a la suma de USD 382,035. La estructura contempla además en algunos meses niveles de sobrecolateralización superiores al 29% establecido

como mínimo, que mitigarían este riesgo, especialmente en los períodos finales.

Cascada de pagos

A partir de la recepción efectiva de los flujos, la Fiduciaria los destinará hasta con un día hábil de posterioridad de conformidad al siguiente orden de prelación:

- 1) Se aprovisionará para pago de pasivos a terceros de la siguiente manera, reponiendo de requerirse el Fondo Rotativo, establecido en USD 10,000.
- 2) Reponer el Fondo de Reserva de Liquidez en caso de que por cualquier motivo el mismo hubiera disminuido.
- 3) Aprovisionar los recursos suficientes para la reposición del Fondo de Reserva por Descalce de Plazos en caso de que hubiera disminuido.
- 4) Aprovisionar de manera mensual un tercio del próximo pago trimestral de las series A, B y C. En caso de que los recursos líquidos no fueren suficientes para realizar la provisión mensual, se podrá disponer de los recursos acumulados del fondo de reserva de liquidez y del fondo de reserva por descalce de plazos.
- 5) Para efectos de determinar el nivel de cumplimiento de sobrecolateralización deberá sumarse el saldo de la cartera de crédito al cierre de cada mes (SKDC), más los excedentes de flujos en efectivo producto de la recaudación de cartera y de los demás ingresos obtenidos de las inversiones realizadas por el Fideicomiso (RKDC) una vez cubiertos los niveles uno, dos, tres y cuatro del orden de prelación. La sumatoria resultante de SKDC y RKDC deberá compararse con los niveles de sobrecolateralización requeridos mensualmente (1+ISC), multiplicado por el saldo insoluto de los valores colocados. En caso de que SKDC más RKDC sea mayor a (1+ISC) multiplicado por (SKV), se podrá retornar en efectivo los excedentes al originador, hasta que por el monto del efectivo excedente existente al fin de mes, luego de descontar los niveles de prelación uno, dos, tres y cuatro del orden de prelación. Por el contrario, si la primera parte es menor o igual a la segunda, se deberá aprovisionar los recursos hasta cubrir los niveles requeridos de sobrecolateralización en el mes correspondiente. En el caso que estos recursos no fueren suficientes, el originador deberá aportar cartera adicional bajo los criterios de elegibilidad establecidos en este Contrato. Para el cálculo anterior no se considera cartera con capital vencido de más de 90 días, aun cuando esta deba ser restituida de acuerdo a los mecanismos de restitución de cartera. El cálculo de SKDC únicamente considerará el monto de capital de los créditos que de acuerdo a su tabla de



amortización debe pagarse hasta un máximo de 12 meses después del plazo de vencimiento de las obligaciones con los inversionistas.

- 6) Pagar a partir de la fecha de su vencimiento los dividendos de las series emitidas, con cargo a los recursos aprovisionados para el efecto.

Con respecto al numeral 5) anterior, de requerirse la restitución al Fideicomiso de cartera a cambio de efectivo esta se realizará con frecuencia mensual. De no realizar la entrega de nueva cartera, el Fideicomiso mantendrá el efectivo que debía ser restituido a cambio de cartera.

Gastos de operación

Se espera que los principales gastos de operación del Fideicomiso estén compuestos principalmente por los honorarios de la Fiduciaria, comisión de custodia, mantenimiento en la bolsa de valores, agente pagador, calificación de riesgo y auditoría. Para el escenario de calificación se suponen gastos fijos mensuales de USD 8,000, los cuales tienen un estrés de entre 27% y 33% frente a los esperados.

Adicionalmente, si bien el Originador no facturará al Fideicomiso por el servicio de administración de cartera, se considera un gasto variable por administración de la misma, tomando en cuenta la posibilidad de que por cualquier motivo existiera en el futuro un cambio de administrador.

A la fecha de corte únicamente han transcurrido menos de cuatro meses desde la constitución del Fideicomiso y todavía no se han emitido los valores, por lo que los gastos acumulados a la fecha no son representativos del futuro. Hasta junio-2015 el gasto acumulado llega únicamente a USD 6,579.67.

Sensibilizaciones al flujo de caja

El análisis de la capacidad de pago de la titularización se realiza modelando los flujos proyectados de la cartera del Fideicomiso, así como las obligaciones que este deberá cumplir, en función de los gastos de operación mensuales y de los dividendos a pagarse a los inversionistas de esta titularización, en función de las tablas de amortización de las series a emitirse.

La principal fuente de recursos del Fideicomiso es la cartera fideicomitida, cuyos flujos se modelan, ajustándolos por distintos niveles de pérdida bruta, recuperación legal y prepago, de acuerdo a la calificación asignada. Se consideran además los fondos disponibles e inversiones que mantiene o mantendrá el Fideicomiso.

El flujo obtenido en cada período mensual, una vez restados los gastos operativos proyectados, se aplica de acuerdo al orden de prelación establecido, para el pago de capital e intereses de las series a emitirse.

La pérdida bruta a utilizarse en cada escenario de calificación se obtiene a través del uso de múltiplos de estrés que se aplican sobre la pérdida base, y que dependen del escenario de calificación. La calificadora asume una curva que determina el momento en que se generan las pérdidas de la cartera.

El flujo obtenido luego de la aplicación de los puntos explicados en los párrafos anteriores se compara con las obligaciones mensuales del Fideicomiso, de acuerdo a la prelación establecida, lo cual permite establecer su capacidad de pago. En esta titularización el sobrecolateral de cartera y los fondos de Reserva de Liquidez y Reserva por Descalce de Plazos permiten que los flujos para el pago sean suficientes en los escenarios de estrés modelados.

El análisis considera también el efecto en la capacidad de pago de la titularización que podría tener el descalce potencial de plazos entre la cartera y los títulos a lo largo del tiempo, puesto que el Fideicomiso puede recibir créditos con plazos por vencer que superen en hasta 12 meses los de las obligaciones emitidas. Este riesgo de liquidez se encuentra mitigado por la existencia de los Fondos de Reserva de Liquidez y Reserva por Descalce de Plazos.

Por otro lado, también se revisa la fortaleza individual de la titularización, bajo un escenario en que el Originador no realizara sustituciones mensuales de efectivo por cartera. En este caso el Fideicomiso acumularía una cantidad importante de efectivo, activo de baja rentabilidad, y al mismo tiempo pagaría el costo financiero pactado, por lo que asumiría un margen de interés negativo. Este riesgo se mitiga a través del alto y creciente nivel de sobrecolateral de cartera.

Con todas las consideraciones antes enunciadas, se concluye que las series A, B y C que emitirá el presente Fideicomiso de titularización pueden pagarse en tiempo y forma bajo un escenario de estrés consistente con su calificación actual.

Características de la Emisión

	Serie A	Serie B	Serie C
Monto autorizado	USD 3 millones	USD 4 millones	USD 8 millones
Plazo	1080 días	1440 días	1800 días
Amortización Capital	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pagos de capital	Iguales	Iguales	Iguales
Amortización Interés	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de cupón	7.50%	7.75%	8.00%
Base cálculo intereses	30/360	30/360	30/360
No. Resolución aprobatoria	SCVS.IRQ.DRMV.2015		
Fecha aprobación	11-Ago-15		

Si bien a la fecha de corte la emisión se encontraba en proceso de autorización por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se



indica como hecho subsecuente que el 11 de agosto de 2015 esta entidad aprobó la oferta pública de los valores cuyas características constan en la tabla anterior.

La amortización de las series se realizará en pagos iguales de capital, sin que ninguna tenga prioridad de pago frente a las demás. Todos los valores tendrán una misma fecha de emisión, que será aquella en la que se realice la primera colocación.

El Originador destinará la totalidad de los recursos recibidos por la colocación de los valores a la reestructuración de los pasivos de corto plazo que mantiene con algunas instituciones financieras: se utilizará entre el 30% y el 50% para el Banco Pichincha; 10% a 30% para el Banco Internacional, y entre el 0% al 20% para cada uno de los bancos siguientes: Bolivariano, del Pacífico, Citibank y Produbanco.

Con respecto al punto de equilibrio de la emisión, se establece que este será: en lo legal: la obtención de la autorización de oferta pública de la titularización por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros y la inscripción del fideicomiso y de los valores en el catastro público del mercado de valores y en las bolsas de valores del Ecuador; en lo financiero, la colocación del primer valor; y, en plazo, que la colocación del primer valor se realice dentro del plazo máximo de oferta pública, incluyendo su prórroga de ser el caso.

La estructura contempla la posibilidad de una redención anticipada de los valores, de cumplirse alguna de las siguientes causales:

- Si la Fiduciaria encuentra que la cartera no será capaz de generar flujos suficientes para extinguir las obligaciones con los inversionistas;
- Si se colocan valores en el mercado primario por menos de USD 3 millones y el Originador solicita proceder con la redención anticipada.

En estos casos, la Fiduciaria podrá optar por negociar o descontar la cartera aportada, con el objeto de obtener recursos líquidos para la redención anticipada. Para la redención anticipada de los valores colocados se podrá utilizar los valores aprovisionados en el Fideicomiso, las inversiones que este mantenga, los recursos que puedan obtenerse por la venta y/o descuento de la cartera y cualquier otro valor disponible a excepción del Fondo Rotativo.

En el contrato se indica que el pago anticipado de los valores colocados no implicará de ninguna forma que los inversionistas tengan el derecho a demandar o requerir el pago anticipado de dichos valores.

Características de la Cartera

Características de Cartera Analizada			
Corte	Información	Calif. Inicial	Seg. 1
		05-Feb-2015	30-Jun-2015
	Fondos disponibles		370,620.54
	Cuentas por cobrar al originador		570,319.96
	Cartera analizada (capital)	19,740,762	18,813,271
	Subtotal activo de respaldo	19,740,762	19,754,211
	Número de Créditos	1,073	1,162
	Saldo Promedio por Crédito (USD)	18,398	16,190
	Plazo original promedio	39	38
	Plazo transcurrido promedio	11	15
	Plazo remanente promedio	28	24
	Tasa promedio ponderada cartera	15.2%	15.2%
	% Financiam. Personas Naturales	80.9%	17.5%
	Saldo Deuda / Avalúo gntía. (DAV)	79.5%	86.5%
	Cuota mensual / Ingresos *	23.0%	22.1%
	% créditos mayores a USD 100,000	0.00%	0.0%
	% financiado por Casabaca	61.08%	64.1%
	% financiamiento vehículos nuevos	81.08%	78.6%
	% financiamiento vehículos livianos	100.00%	92.4%
	> 3 cuotas vencidas / saldo insoluto	0%	0%
	Concentración Regional:		
	Pichincha	55.5%	58.6%
	Guayas	35.2%	33.0%
	Santo Domingo de los Ts.	2.4%	2.5%
	Otros	6.9%	6.0%

* Solo personas naturales, excluye deudores con ingresos > USD 15M

En el cuadro anterior se aprecia las principales características del activo subyacente del Fideicomiso a la fecha de corte y su evolución frente a la calificación inicial.

Cabe indicar que a lo largo de la vida de la titularización las características de la cartera titularizada variarán, en función de su propia evolución y de las nuevas operaciones que ingresen al Fideicomiso como parte de los procesos mensuales de restitución de cartera.

A junio-2015, la cartera se encuentra atomizada en 1162 créditos automotrices otorgados para financiar la compra de vehículos livianos nuevos y usados adquiridos por clientes de las empresas Casabaca y Toyocosta.

El 89.6% del saldo de la cartera proviene del financiamiento de carros de marca Toyota, y el porcentaje restante financia vehículos de distintas marcas, que generalmente se reciben como parte de pago de la compra de vehículos nuevos en dichos concesionarios. El 78.6% del saldo de cartera financia la compra de carros nuevos.

En promedio el saldo de cada crédito representa el 86.5% del avalúo estimado del vehículo, lo cual refleja la política actual de originación (cuota inicial de 30% en relación al avalúo incluido IVA y seguro).



Por su parte, la relación entre la cuota mensual y el ingreso de las personas naturales se encuentra en promedio en niveles saludables, lo que refleja una buena capacidad de pago de los deudores.

Los créditos tienen en promedio un plazo remanente de 24 cuotas, menor al plazo de los títulos a emitirse, comprendido entre 36 y 60 meses. No obstante, mensualmente el originador entregará nueva cartera al Fideicomiso a cambio del efectivo excedente, luego de realizar las provisiones de recursos líquidos que establece la estructura. Por tanto, en el transcurso de la titularización esta relación variará, pero en función de las políticas del Fideicomiso, en el peor escenario podría existir un descalce de plazos de máximo 12 meses.

La cartera continúa manteniendo la concentración en las provincias de Pichincha y Guayas, que se derivan de la ubicación geográfica de los locales de Casabaca y Toyocosta. Este riesgo se encuentra mitigado en parte por la diversificación por emisor, la calidad de la cartera, la cobertura de su garantía, y la importancia de las dos plazas en la economía del País.

Por último, la calidad de la cartera se mantiene a la fecha de corte. Únicamente existe un crédito de USD 12M con 3 cuotas vencidas, y no se registran operaciones con más de tres cuotas de retraso.

Importadora Tomebamba S.A. (Originador y Administrador de Cartera)

Importadora Tomebamba S.A. (ITSA) es el originador de la presente titularización y administrador de la cartera fideicomitida. Luego de analizar la trayectoria de la empresa, sus políticas de originación y cobranzas, y su infraestructura, consideramos que ITSA tiene la capacidad técnica y la infraestructura necesaria para cumplir adecuadamente con estas obligaciones.

La Empresa se constituyó en Cuenca en 1964, como una entidad principalmente comercial, y ha mantenido una trayectoria exitosa, con ventas que en 2014 llegan a USD 159 millones. Actualmente tiene presencia, ya sea con oficinas principales, agencias y/o talleres, en las siguientes ciudades: Cuenca, Machala, Loja, Riobamba, Ambato, Guayaquil y Quito.

La familia que mantiene la mayoría accionaria participa dentro de la administración de la empresa, a través de ejecutivos con amplia experiencia y conocimiento del sector. De igual forma, el Directorio está conformado por profesionales reconocidos.

Las ventas de ITSA se encuentran diversificadas en varias líneas de negocio, entre las que destacan las de vehículos, talleres de servicio, repuestos, motocicletas, llantas y electrodomésticos.

Adicionalmente la empresa genera ingresos financieros importantes provenientes del otorgamiento de crédito directo a sus clientes y a los de los concesionarios de la marca Toyota en Ecuador.

La distribución de vehículos de la marca Toyota en el País se realiza a través de la empresa Toyota del Ecuador, que a su vez distribuye a las tres entidades comercializadoras existentes: Importadora Tomebamba, Casabaca y Toyocosta.

ITSA comercializa estos vehículos a través de oficinas propias ubicadas en Cuenca, Machala, Loja, Riobamba y Azogues, con ventas directas en esta línea que en 2014 llegaron a USD 48 millones. Adicionalmente distribuye a Casabaca un tercio del inventario que requiere, que en el último año equivalió a USD 26 millones.

Toyocosta mantiene cinco locales ubicados en la provincia del Guayas, uno en Quevedo y otro en Manta, para atender la costa ecuatoriana. Por otra parte, la empresa Casabaca realiza la comercialización de esta marca a través de ocho locales ubicados en el Distrito Metropolitano de Quito, una agencia en la provincia de Orellana y otra en Santo Domingo.

ITSA generó en el 2014 utilidades por USD 9.3 millones. En 2015 se espera una contracción de cerca de 37% en los resultados netos de la empresa, debido principalmente a menores ventas de vehículos por al endurecimiento de los cupos de importación de vehículos livianos y CKDs, así como por las normas técnicas y demás restricciones a las importaciones que el Gobierno impulsa para contrarrestar la caída del precio del petróleo. Cabe indicar que en 2014 la línea de vehículos aportó con el 41.3% de las ventas y el 29.2% del margen bruto de la Empresa. A junio-2015 se aprecia una caída menor (-4.9%) frente al mismo período del año anterior, pero se espera que el segundo semestre se refleje la reducción de unidades disponibles.

La institución ofrece financiamiento tanto a los vehículos vendidos directamente, como a aquellos comercializados por Casabaca y Toyocosta. Para el efecto, ITSA cuenta con personal propio ubicado en estos locales, que reciben las solicitudes de crédito y las canalizan hacia el área encargada del análisis y aprobación de los mismos. Estos créditos son los que se titularizarán a través de la presente estructura.

Originación y Cobranza

A diciembre-2014 ITSA manejaba una cartera comercial por USD 123MM, de la cual USD 27MM financiaba ventas de vehículos en Casabaca y USD 15mm en Toyocosta. En 2014 se colocó cartera automotriz por aproximadamente USD 2 millones mensuales a través de estas dos empresas y para el



2015 la empresa estima que esta cifra podría contraerse hasta aproximadamente USD 1.2 millones. Hasta junio-2015 la cartera total se ha contraído en 11.8% frente al 2014.

El monto de colocación anterior sería suficiente para cubrir el requerimiento de nueva cartera que el Fideicomiso necesitará para intercambiar a cambio del efectivo excedente que se acumulará mensualmente. De reducirse la colocación en una mayor proporción el Fideicomiso podría realizar restituciones parciales de efectivo de acuerdo al monto de cartera que reciba, y por tanto acumularía recursos líquidos adicionales, haciéndolo menos eficiente. Como se indicó anteriormente, el nivel de sobrecolateral que mantendrá el Fideicomiso le permite mantener su capacidad de pago inclusive bajo un escenario donde no se den restituciones de cartera por efectivo.

Para el financiamiento de vehículos nuevos, la Empresa mantiene como política el otorgamiento a un plazo máximo de 48 meses, y con al menos 30% de entrada en relación al valor del vehículo incluido IVA y seguro. El financiamiento de vehículos usados tiene condiciones más exigentes; este requiere al menos el 40% de entrada y la presentación de un garante.

Los créditos que financian vehículos comercializados por Casabaca y Toyocosta son otorgados formalmente por los concesionarios automotrices, y posteriormente comprados por ITSA, pero todo el proceso de análisis y aprobación es manejado por esta última. Para el efecto, ITSA cuenta con personal propio ubicado en dichos locales, que realizan una validación preliminar del perfil del cliente y luego envían la documentación al departamento de crédito, asegurando así el cumplimiento de las políticas y procedimientos de la Empresa.

El área de crédito está dirigida por una Jefatura Nacional, que tiene a su cargo a ocho Jefes Regionales de Crédito, que realizan la aprobación de las operaciones, en función de las validaciones y el análisis realizado por asesores especializados.

El Jefe Nacional de Crédito visita periódicamente cada oficina para verificar el cumplimiento de las políticas de originación documentadas. La empresa cuenta también con un departamento de Auditoría Interna, que realiza exámenes y revisiones aleatorias periódicas.

El análisis de crédito se realiza individualmente, luego de la respectiva validación de referencias internas y externas, revisión de documentación y análisis de la capacidad de pago del cliente. Los créditos se instrumentan a través del respectivo pagaré y la garantía del vehículo financiado, bajo la figura de reserva de dominio o de prenda industrial, de acuerdo a si el vehículo es nuevo o usado.

Con respecto a la cobranza de los créditos con retrasos, esta se realiza utilizando varios canales: llamadas telefónicas, correo electrónico, envío de cartas personalizadas, visitas personales, y gestión de asesoras de crédito, entre otros.

Todas las semanas se revisan los créditos con problemas de cobro y se coordinan las acciones a seguir. Las estrategias de cobranza varían en función de la antigüedad del retraso. Generalmente la cartera que sobrepasa los 90 días de morosidad y que no tiene un acuerdo de pago es demandada.

El sistema tecnológico que apoya la gestión de originación y cobranza fue desarrollado por la empresa. En el mismo puede revisarse en tiempo real tanto el historial como el estado actual de la cuenta de cada cliente. Adicionalmente, la empresa revisa bases de datos externas para verificar el historial y el carácter del potencial deudor.

Fideval S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos (Agente de Manejo)

Fideval S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos (Fideval en adelante) es la fiduciaria de esta titularización. Consideramos que la empresa tiene la capacidad técnica y experiencia suficiente para desempeñarse adecuadamente como Administradora del presente fideicomiso.

La Fiduciaria se constituye en 1994 como casa de valores y en 1998 cambia su nombre y objeto social al actual. El 11 de julio de 2005 se autoriza su participación en procesos de titularización.

En 2012 Fideval adquiere la administradora de fondos y fideicomisos Fondospichincha, y en 2013 se completa el trámite de fusión por absorción con dicha empresa. Fideval mantuvo a la mayoría del personal técnico y recibió mayor infraestructura tecnológica, beneficiándose así de la experiencia de Fondospichincha. La Fiduciaria tiene un patrimonio neto de USD 2 millones, y administra activos de terceros por más de 2,000 millones, manteniendo su puesto como la fiduciaria más grande del País.

El Gerente General de la compañía se encuentra en sus funciones 10 años y tiene experiencia de 16 años en la industria. Tanto los miembros del Directorio como las principales gerencias cuentan con formación profesional y experiencia para ejecutar sus funciones.

La empresa utiliza el programa Gestor, especializado en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, de pensiones, titularización y activos de carteras, bajo una estructura parametrizable.

La Fiduciaria realiza respaldos diarios y semanales de la base de datos, fuentes y programas de la Institución, que se custodian en un banco y un proveedor externo, y mantiene un plan de

continuidad de negocio, que la protegería de pérdidas de información por un evento catastrófico. De acuerdo a la institución, en caso de requerirse su sistema podría restaurarse en 24 horas en otro equipo de servidor similar, para lo cual cuentan con contratos de apoyo con proveedores locales. A futuro la Fiduciaria mantiene el proyecto de implementar un sitio alterno para apoyar la continuidad del negocio, aunque el mismo todavía no inicia.

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.

El presente proceso constituye la segunda titularización de cartera automotriz donde Importadora Tomebamba actúa como Originador. La anterior emisión se canceló en tiempo y forma en septiembre-2013, en función de su tabla de amortización. Actualmente el Originador no cuenta con emisiones vigentes en el mercado de valores.

Ecuador

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

Sector Real

USD Millones	2011	2012	2013	2014
PIB Corriente	79,277	87,623	94,473	100,543
PIB Constante (2007)	60,925	64,105	67,081	69,632
Tasa de crecimiento anual PIB corriente	13.98%	10.53%	7.82%	6.43%
Tasa de crecimiento anual PIB constante	7.9%	5.2%	4.6%	3.8%

Comercio Exterior

USD Millones (FOB)	2012	2013	2014
Exportaciones	23,765	24,847	25,732
Petroleras	13,792	14,108	13,302
No Petroleras	9,973	10,850	12,429
Importaciones	24,182	25,979	26,459
Balanza Comercial	(441)	(1,084)	(727)

Reserva y Deuda

USD Millones	2011	2012	2013	2014
RILD	2,958	2,483	4,361	3,949
Deuda Pública Interna	4,506	7,781	9,927	12,558
Deuda Pública Externa	10,055	10,872	12,920	17,583
Deuda Privada Externa	5,258	5,145	5,717	6,512
Deuda pública	14,562	18,652	22,847	30,141
Deuda pública como % PIB	18.37%	21.29%	24.18%	29.81%

Indicadores Monetarios

USD Millones	2011	2012	2013	3T14*
Inversión Extranjera Directa	644	585	728	432
Remesas	2,672	2,467	2,450	1,855

* Dato acumulado del año

Inflación

IPC	2011	2012	2013	2014 ene-15
Tasa de Inflación Mensual	0.40%	-0.19%	0.20%	0.59%
Tasa de Inflación Anual	0.05%	4.16%	2.70%	3.59%
Tasa de Inflación Acumulada	5.41%	4.16%	2.70%	3.59%

Mercado Laboral

	2011	2012	2013	2014
Desempleo	5.06%	5.00%	4.86%	4.54%
Subempleo	44.04%	39.62%	43.18%	43.78%
Ocupados Plenos	50.08%	52.30%	51.67%	51.40%

Fuente: BCE
Elaboración: BWR

Contactos:

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

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

Fecha elaboración: febrero, 2015

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 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.

Para el año 2015, se prevé un escenario de liquidez contraída que afectará al sistema financiero y a la mayor parte de los segmentos que mueven la economía del país como consecuencia de la caída de los precios del petróleo. Actualmente el precio del crudo ecuatoriano oscila alrededor de los USD50.

La Asamblea Nacional aprobó la proforma presupuestaria con un déficit de 4.9% del PIB y un precio del barril de crudo de USD79.7, lo que supera en más de USD20 el precio estimado del crudo en el mercado de futuros. El déficit fiscal se amplía a 6.2% del PIB. A pesar de que el gobierno se ha esforzado por conseguir financiamiento externo para cubrir parte de este déficit presupuestario, no queda claro ni el monto ni las condiciones del financiamiento conseguido.

Las alternativas adicionales según lo expuesto por el gobierno giran alrededor de mantener o reducir modestamente el gasto corriente y/o reducir las inversiones de capital. La reducción de estos rubros tendrá un impacto negativo importante en todos los sectores económicos.

Para compensar la balanza comercial y sostener en lo posible el gasto e inversión públicos, la estrategia del gobierno apunta a aumentar la recaudación tributaria e incrementar deuda de forma acelerada. La reducción de subsidios tendría un costo político alto que crearíamos que el gobierno no estaría dispuesto a asumir al menos por el momento.

Adicionalmente el escenario operativo del país se complica para la industria nacional, por la apreciación del dólar que implica pérdida de competitividad en las exportaciones y productos importados más baratos. Para controlar la demanda de los productos importados el Gobierno ha implementado cupos y un sistema de salvaguardia de balanza de pagos para encarecer dichos productos. La nueva 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. Habría que analizar puntualmente el impacto que estas medidas tengan en cada industria y en cada empresa.

De lo dicho se concluye que habrá un incremento generalizado de precios tanto en productos importados como en aquellos de producción nacional, lo que junto con la apreciación del dólar afectará negativamente la competitividad de nuestros productos.

Si los precios del petróleo no se recuperan y el dólar se mantiene fuerte frente a otras

monedas, el equilibrio de las finanzas públicas y del comercio exterior seguirá siendo un reto para el gobierno, tomando en cuenta que la salvaguardia es una medida temporal de quince meses.

Los resultados del Banco Central del Ecuador para el 2014, muestran que el PIB anual creció en 3.8%, lo que implica una desaceleración frente a periodos anteriores. La nueva estimación del Banco Central es que el PIB para el 2015 aumente en 1.9%. Otros analistas estiman que este crecimiento estará por debajo del 1.7%, lo cual parecería ser optimista en vista de las circunstancias. El crecimiento del 2014, se apoyó principalmente en un importante aumento de las exportaciones y una sostenida actividad en el consumo de hogares. El consumo de los hogares podría verse restringido en este año por la contracción del gasto y de las inversiones por parte del Gobierno, lo cual ha constituido el motor de dicho consumo y de la economía en general durante los años anteriores.

Comercio Exterior

USD Millones (FOB)	ene-14	ene-15
Exportaciones	2,016	1,610
Petroleras	1,076	619
No Petroleras	940	991
Importaciones	2,230	2,090
Balanza Comercial	(213)	(481)

Reserva y Deuda

USD Millones	2013	2014	ene-15
RILD	4,361	3,949	3,655
Deuda Pública Interna	9,927	12,558	12,669
Deuda Pública Externa	12,920	17,583	17,646
Deuda pública	22,847	30,141	30,315
Deuda pública como % PIB	24.18%	29.81%	

La balanza comercial a diciembre del 2014 mostró un déficit menor que la del 2013. La desaceleración del crecimiento de importaciones, influenciado por las medidas de restricción implementadas el año pasado, y el crecimiento de exportaciones, dado principalmente por el aumento internacional del precio del camarón, apoyaron la tendencia positiva anual de la balanza comercial. Comparando las cifras de enero 2014 y enero 2015, se observa que el déficit de la balanza comercial más que se duplica como consecuencia de la caída de las exportaciones petroleras y a pesar de la reducción de las importaciones.

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".

Marco Regulatorio

BWR considera que la aprobación del **Código Monetario Financiero** significará que en el mediano plazo existan modificaciones importantes a la estructura del sistema financiero ecuatoriano. El impacto real de muchos de los cambios se estima no será evidenciado en el corto plazo, debido al tiempo que tomará la creación de normativa secundaria que determine la parte operativa de los cambios expuesto en el Código. La definición final de la normativa secundaria puede cambiar radicalmente la percepción de riesgo del sistema financiero y de la economía. Mientras más tiempo demore la transición entre la normativa actual hacia el nuevo Código, potencialmente podría aumentar la percepción del riesgo sistémico.

En general, una de las grandes preocupaciones que genera el Código es la **ambigüedad** de la redacción, que no define con claridad el alcance de varios artículos. Por otra parte, la **discrecionalidad y subjetividad** que tiene la nueva Junta para tomar decisiones limita la capacidad de análisis del impacto en el sistema financiero, debido a que deja abierta la posibilidad de decisiones subjetivas que pueden ser tomadas según una visión **técnica o política**. Por otra parte, es incierto si el enfoque de control que defina la Junta será **vía punitiva o vía incentivos**.

En conclusión, el riesgo que se genere en el Sistema Financiero y la economía ecuatoriana dependerá de las decisiones que a futuro la Junta pueda tomar. El riesgo fundamental sería la inseguridad jurídica por la capacidad de cambiar las reglas del juego en cualquier momento.

Por el momento se observa que las presiones de liquidez se mantendrán y que el apetito de fondos y de control del Gobierno continuará. Lo dicho se fundamenta en las nuevas resoluciones emitidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera en cuanto al direccionamiento de crédito, programa de inversión de excedentes de liquidez, gestión del Dinero Electrónico, segmentación de la cartera de



crédito, entre otras. En general las nuevas normas limitan la capacidad de gestión técnica y estratégica de las instituciones del Sistema Financiero lo cual pone en riesgo el manejo de la liquidez, 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.

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 confirmó 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.