

Ecuador

Fideicomiso de Titularización SECOHI

Calificación

Serie	Nov-2016	Mayo 2017
A	C	B-
B	C	B-

DESCRIPCIÓN DE LA CALIFICACIÓN:

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

Nota explicativa del signo de la calificación: Para BankWatch Ratings el signo de la calificación señala una posición relativa dentro de la categoría. No indica perspectiva.

Principales participantes:

Originador y Agente de Recaudo:
Segundo Eloy Corrales Cia. Ltda.

Fiduciaria y Agente Pagador:
Fiduciaria Ecuador Fiduecuador S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos, a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores S.A. DECEVALE.

Contactos:

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

Econ. Sonia Rodas
(5932) 226 9767 ext. 111
srodas@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió subir la calificación del Fideicomiso de Titularización SECOHI de "C" a "B-". El fundamento de la decisión se basa en los siguientes argumentos:

La capacidad de pago de la empresa se mantiene presionada por la reducción de sus negocios y los altos niveles de endeudamiento en relación con sus ingresos. Sin embargo, el riesgo de refinanciamiento se mitiga por el acceso a financiamiento bancario que ha obtenido en los últimos meses. Este financiamiento es de largo plazo, y permitiría mejorar la estructura de la deuda actual y cubrir sus necesidades de capital de trabajo para elevar sus ventas. La cancelación de la deuda reestructurada del mercado de valores mejora el riesgo de reputación.

Riesgo de crédito vinculado al Originador: El Originador actúa como el agente de recaudo del derecho de cobro titularizado, por lo cual la posibilidad del Fideicomiso de recibir los flujos generados por el derecho de cobro dependerá en todo momento de la voluntad del Originador de honrar con este compromiso. En efecto, en algunos meses la empresa incurrió en atrasos en la transferencia de los flujos al Fideicomiso, aunque cabe indicar que hasta el momento el Fideicomiso ha cumplido con sus obligaciones con los inversionistas en tiempo y forma.

La empresa mantiene la perspectiva de que en el mediano plazo mejore la generación de ingresos por las estrategias comerciales. No obstante, la reactivación de las ventas necesitará de financiamiento de parte de su capital de trabajo por lo que la deuda no se reduciría en el corto plazo.

Cobertura de flujos a ingresar al Fideicomiso: la reducción drástica de las ventas del Originador desde el año 2015 ha presionado la cobertura que mantiene el derecho de cobro titularizado (15% de las ventas) en relación con las provisiones que debe realizar para el pago a los inversionistas, la cual se está acercando a la unidad, y mantiene una tendencia a decrecer. De ser los flujos insuficientes, la estructura contempla como mecanismo de garantía la fianza solidaria del Originador.

Opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo: La cesión de los derechos de cobro fideicomitados se ha producido desde la constitución del fideicomiso y seguirá produciéndose durante la vigencia del proceso de titularización, dado que se trata de derechos que se espera que existan en los términos que señalan los artículos 117 y 143 de la Ley de Mercado de Valores.

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.



Presentación de Cuentas

Los estados financieros, documentación inherente a su negocio y el Fideicomiso, son de propiedad de la compañía Segundo Eloy Corrales e Hijos Cía. Ltda. -SECOHI- y su contenido es de responsabilidad de sus administradores. El presente análisis considera la documentación recibida del Originador y la Fiduciaria, que se detalla a continuación:

- Contrato de Fideicomiso, reformas al contrato de constitución y demás documentos legales pertinentes.
- Informe de estructuración financiera.
- Información sobre el comportamiento histórico del derecho de cobro.
- Estados financieros del Fideicomiso Mercantil de la Titularización SECOHI de Dic-2016 auditado por Consultora Jiménez Espinosa, con opinión limpia. En informe de Estados financieros del año 2015 auditado por Moore Stephens, quien emite una opinión calificada sobre la razonable presentación bajo normas NIIF. Por la falta de confirmación sobre las cuentas por cobrar y por pagar a dic-2015, que el constituyente mantiene con el Fideicomiso.
- Estados financieros no auditados del Fideicomiso Mercantil SECOHI a mayo, e información adicional presentada sobre la evolución de la generación y recaudación del derecho de cobro titularizado, y las distintas contrapartes de este proceso a esa fecha.
- Estados Financieros de SECOHI, a dic-2016 auditados por AUDITSOLUTIONS SOLUCIONES DE AUDITORIA INTEGRAL CCIA. LDTA. - ABALT Auditores y Consultores-, quien emite opinión limpia sobre la razonabilidad de las cifras presentadas. Para el año 2015 la misma empresa auditora emitió una opinión calificada sobre su razonable presentación bajo normas NIIF. La opinión se basa en que la Compañía no tenía una valoración sobre las contingencias que podría tener por el incumplimiento del último pago de capital e intereses de la Emisión de Obligaciones que debía realizarse en sep-2015. Se debe mencionar que el saldo pendiente de esta obligación fue refinanciada en la Asamblea de inversionistas reunida en enero 2016 en 4 pagos a realizarse hasta dic-2016. Estas obligaciones fueron canceladas en su totalidad según las condiciones del refinanciamiento.
- Estados Financieros de SECOHI, de los períodos anuales 2013 y 2014, auditados por DBO ECUADOR, quien emitió una opinión con salvedades sobre su razonable presentación bajo normas NIIF.
- Estados Financieros directos de SECOHI, con corte a mayo-2017.

CARACTERÍSTICAS Y EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN

La Superintendencia de Compañías Valores y Seguros autorizó el proceso de emisión de la Titularización de Flujos SECOHI CIA LTDA el 10 de diciembre de 2013, con la Resolución No. Q.IMV.2013.06020, por la suma de USD 2.5 MM, el proceso fue inscrito en el Registro de Mercado de Valores el 13 de diciembre de 2013. El plazo de la oferta pública venció el 10 de septiembre de 2014.

La Fiduciaria a cargo del proceso es PLUSVALORES Casa de Valores S.A., que colocó los títulos de la Clase A por USD 1MM el 20 de diciembre de 2013, y la Clase B por USD 1.5MM, el 13 de febrero de 2014.

Los recursos de la Titularización fueron utilizados para complementar el capital de trabajo de la empresa.

El siguiente cuadro se presenta las principales características de la Titularización de Flujos de SECOHI a may-2017:

Titularización SECOHI	Clase A	Clase B
Originador	SEGUNDO ELOY CORRALES E HIJOS CIA. LTDA.	
Activo Titularizado	Derecho de cobro de los Flujos Futuros determinables del Originador	
Monto autorizado (USD)	USD 1 millón	USD 1.5 millones
Saldo Insoluto (USD)	428,571	843,750
Fecha de Emisión	20-dic.-13	20-dic.-13
Plazo de la emisión	1461 días	1826 días
Fecha de Vencimiento	20-dic.-17	20-dic.-18
Período de Gracia Pago Capital	360 días desde emisión	360 días desde emisión
Pago de Capital	semestral	trimestral
Pago de Interés	semestral	trimestral
Tasa Fija	8.75%	9.00%
Mecanismos de Garantía	Exceso de Flujo de Fondos y Fianza Solidaria	
Autoriz. Superint. de Compañías	Q.IMV.2013.06020 - 10 de diciembre de 2013	
Agente de manejo y Agente de Pago	Fiduecuador S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos	
Agente Recaudador	SECOHI CIA. LTDA.	

A nov-2016 se ha pagado 5 dividendos de capital y 6 de interés de la Clase A y 9 dividendos de capital y 13 de interés de la Clase B, que suman un total de capital redimido de USD 1.558.036, quedando un saldo insoluto total de USD 941.964. Posterior a la fecha de corte de la información analizada se pagó una cuota más de capital e interés de las dos clases por lo que ha jun-2017 quedó un saldo insoluto de USD 705.357.

Para calcular los intereses a pagar a los inversionistas, y los plazos de los dividendos, se considera la forma 360/360, que corresponde a años de 360 días, de 12 meses, con duración de 30 días cada mes.

El repago del Fideicomiso de Titularización de Flujos de SECOHI provendrá del derecho de cobro



titularizado, el cual se explica en los siguientes párrafos del presente informe y de ser insuficiente con los mecanismos de garantía existentes, que incluyen la fianza solidaria del Originador.

Si bien se ha cancelado los dividendos correspondientes a los inversionistas, desde el año anterior el Originador ha incurrido en atrasos en las transferencias de flujos al Fideicomiso de Titularización, que se mantienen también en algunos meses en este año, debido a la disminución de las ventas y a la lenta recuperación de las cuentas por cobrar.

Fondos Disponibles e Inversiones

El Fideicomiso mantiene a mayo-2017 fondos disponibles por USD 5.25M y además certificados de inversión de corto plazo por 251M que cubren parte el próximo dividendo de las dos clases (263.873M).

La liquidez del fideicomiso se encuentra principalmente en inversiones temporales y se concentra en Ifis de bajo riesgo de crédito local de acuerdo con lo establecido en la escritura del Fideicomiso. Los certificados tienen vencimientos anteriores a los plazos de pago de los dividendos de intereses y de capital de las dos clases de la titularización.

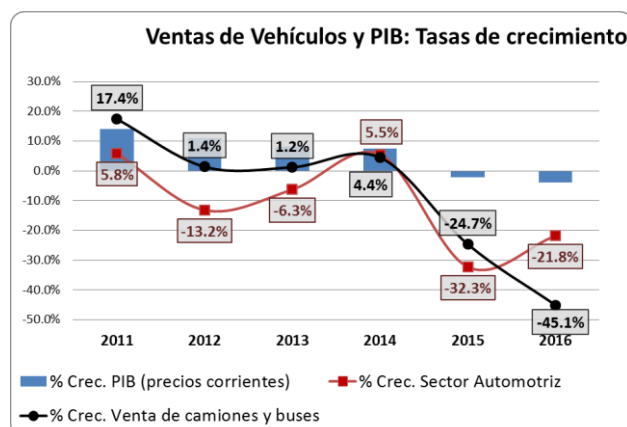
Las inversiones temporales del Fideicomiso (USD 251 mil) corresponden a certificados de depósito emitidos por Banco Internacional.

Por su parte, los fondos disponibles corresponden al Fondo Rotativo (USD 5M) al 31-mayo-2017 no se observa exceso de flujos a devolver al Originador. Estos recursos se encuentran en una cuenta corriente del mismo banco.

Es importante mencionar que Banco Internacional mantiene una calificación global de riesgo en escala local de AAA-, otorgada por BankWatch Ratings, por lo cual el riesgo de contraparte es bajo.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Gráfico 1



Fuente: BCE y AEADE

Elaboración: BWR

Analizamos el sector automotor ya que las ventas de la empresa están directamente relacionadas con uno de sus segmentos, el de ventas de repuestos para camiones y buses.

Desde el año 2012 el sector automotriz se encuentra fuertemente regulado debido al interés del Gobierno de reducir las importaciones. Los controles implementados incluyen nuevas normas técnicas que encarecen los vehículos y dificultan el proceso, mayores impuestos y cupos de importación.

En estos últimos dos años un entorno macro económico, con menor crecimiento y con presiones de liquidez, explican la contracción de las ventas (en unidades) del mercado automotriz ecuatoriano en 21.8% en 2016.

Lo anterior implica que en dicho año se vendieron 17,754 unidades menos que en 2015 (81,309 unidades vendidas en 2015). Sin embargo, la caída fue inferior a las expectativas de la AEADE, que esperaba una reducción de ventas de 21,000 vehículos¹. Esta situación se revirtió por la expansión de los créditos de consumo y la concesión de un cupo adicional de USD 50MM para la importación de vehículos en el último trimestre del año.

Según información de la AEADE se espera que para diciembre del 2017 el sector automotor

¹<http://www.eluniverso.com/noticias/2015/10/07/nota/5171534/21000-vehiculos-se-dejan-vender-crisis-economica>



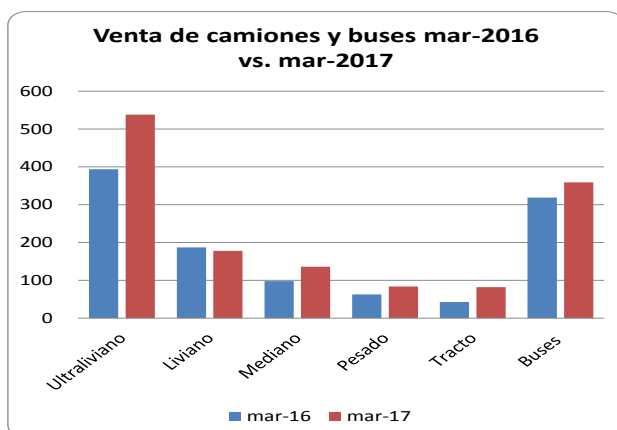
ecuatoriano muestre una leve recuperación debido al Acuerdo Comercial con la Unión Europea, y la eliminación del sistema de cupos. Según cifras de la Institución se prevé que en el año 2017 se comercialicen 73,000 vehículos.² Con datos oficiales al mes de marzo-2017 se han vendido 19,393 unidades cuando a marzo-2016 se habían vendido 12,223 unidades, lo que refleja una importante recuperación en unidades del 59%.

La industria del mercado automotor que nos compete en este análisis es la del subsector de buses y camiones. Como se puede apreciar en el gráfico 1 la industria de buses y camiones sufrió una mayor contracción que el mercado automotor en general en 2016, esto debido a la coyuntura económica que vivió el país, así como la implementación de salvaguardias arancelarias. Se espera que esta situación mejore pues según disposiciones del nuevo Gobierno las sobretasas implementadas a 2,152 subpartidas arancelarias debían eliminarse progresivamente hasta el mes de junio-2017. Además, el Impuesto al Valor Agregado (IVA) vuelve al 12% a partir de junio-2017, lo que estimulará el consumo.

A marzo-2017 según información de la AEADE las ventas en el segmento de pesados (camiones y buses) evidencian una recuperación del 24.7%, influenciado principalmente por el segmento de camiones.

En el gráfico 2 se muestra el comportamiento que han tenido las ventas de los diferentes tipos de camiones y de los buses, donde se aprecia la recuperación que han tenido los diferentes subsegmentos de camiones y en menor medida de buses.

Gráfico 2



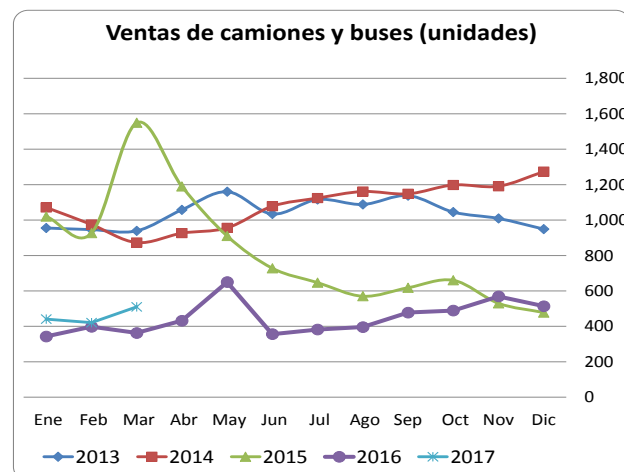
Fuente: AEADE

Elaboración BWR

² <http://www.elcomercio.com/deportes/carburando-automoviles-recuperacion-aeade-2017.html>

A continuación, se puede evidenciar el comportamiento que ha tenido el subsector de camiones y buses desde el año 2013 tomando en cuenta las ventas de enero a diciembre de cada año y el repunte en ventas mencionado en párrafos anteriores con corte marzo-2017.

Gráfico 3



Fuente: AEADE Elaboración BWR

A futuro esperamos que el sector vaya mostrando señales de convalecencia, sin embargo, esta irá de la mano con las decisiones del Ejecutivo respecto a las importaciones y la evolución de la balanza de pagos ya que de ser necesario el gobierno podría aplicar regulaciones que limiten las ventas de vehículos en el país.

Una de estas regulaciones es la que emitió la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera en abril-2017, que exige que la banca requiera una garantía real de al menos 150% del monto de la deuda en el caso de créditos comerciales ordinarios y consumo ordinario. Esta ley aplica para la compra de vehículos livianos de combustible fósil.

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA

Estructura Legal y prelación sobre los flujos titularizados.

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

La cesión de los DERECHOS DE COBRO se ha producido desde la constitución del fideicomiso y seguirá produciéndose durante la vigencia del proceso de titularización, dado que se trata de derechos que se espera que existan en los términos que señalan los artículos 117 y 143 de la Ley de Mercado de Valores.



En este momento y sin necesidad de que se cumpla ningún requisito, acto o formalidad adicional, el dominio sobre el derecho de cobro seleccionado será única y exclusivamente del Fideicomiso, y por ende será el Fideicomiso el único que tendrá derecho a percibir los flujos provenientes de la recaudación del derecho de cobro seleccionado.

La capacidad de pago del Fideicomiso se encuentra directamente vinculada con la permanencia del Originador como negocio en marcha, y adicionalmente, debido a que el originador cumple con la funciones de agente de recaudo dentro de la presente titularización, también dependerá de su voluntad de honrar su compromiso de traspasar los flujos al fideicomiso de propósito exclusivo. Además, el Originador es garante solidario de la titularización, y deberá responder por las obligaciones del Fideicomiso, en caso de que los flujos recaudados no sean suficientes para el pago de los pasivos con los inversionistas.

El agente de recaudo está obligado a depositar hasta el 25 de cada mes el 15% de los flujos recaudados correspondientes a las ventas de repuestos, llantas y servicios, del mes antepasado, directamente en las cuentas corrientes del Fideicomiso. La fiduciaria debe recibir del originador los flujos aportados y a partir de las fechas en las que los reciba, destinar los mismos de acuerdo al siguiente orden de prelación:

1. Retener USD 25.000 mensuales durante los primeros 6 meses desde la fecha de emisión, a partir del séptimo mes hasta el mes 50 la cantidad de USD 62.500 mensuales, y a partir del mes 51 hasta la total cancelación de los valores colocados USD 27.000, con estos valores se formará una provisión que será acumulada en las cuentas del Fideicomiso con el fin de destinarla al pago de los dividendos presentes y futuros en las fechas de vencimiento. Si en un algún mes no se pudiera realizar la provisión total, el saldo faltante deberá ser completado en el siguiente mes en forma adicional al monto correspondiente a ese mes.
2. Retener la suma que sea necesaria para completar o reponer, de ser el caso, el Depósito en Garantía de USD 85 mil.
3. Retener los valores correspondientes para cubrir costos y gastos del fideicomiso. Realizar la provisión del valor a pagar a terceros distintos de los Inversionistas.
4. Restituir al originador la parte proporcional de los flujos entregados por el recaudador al Fideicomiso que no correspondan a los flujos titularizados, dentro del plazo máximo de un

día laborable a contarse a partir de la recepción de tales flujos por parte del Fideicomiso.

5. Pagar a su vencimiento, a través del Agente Pagador y conforme se vayan venciendo, los dividendos de los valores.

En la escritura de constitución del Fideicomiso, el originador declara bajo juramento y se obliga, según corresponda a lo siguiente:

1. Que, es legalmente capaz y está facultado por su Junta General Extraordinaria Universal de Socios para celebrar este instrumento y para cumplir las obligaciones derivadas del mismo, conforme se desprende del acta de la Junta celebrada el 4 de julio del 2013.
2. Que el derecho de cobro y los recursos en efectivo aportados y que se aporten a futuro al Fideicomiso se encuentran y se encontrarán libres de todo tipo de gravamen, prohibición de enajenar, limitación de dominio o posesión. También declara que no existe, ni existirá impedimento alguno para transferirlo al Fideicomiso, en los términos y condiciones estipulados en el contrato de constitución del Fideicomiso.
3. Que no existe, ni existirá impedimento ni limitación alguna para transferir los recursos en efectivo y el derecho de cobro al fideicomiso.
4. Que el derecho de cobro y los recursos en efectivo aportados y que aporten a futuro al Fideicomiso tienen y tendrán siempre un origen lícito y legítimo, y en especial no provienen ni provendrán de ninguna conducta tipificada por la Ley para reprimir el lavado de activos o por actividades relacionadas con el cultivo, fabricación, almacenamiento, transporte o tráfico ilícito de sustancias estupefacientes o psicotrópicas o cualquier otra actividad ilegal o ilícita, tipificada en la Ley de Prevención, detección y Erradicación del delito de Lavado de activos y del Financiamiento del terrorismo.
5. Que la constitución del Fideicomiso tiene un origen lícito y una causa lícita, y que el Originador no tiene intención de irrogar perjuicios a terceros con esta constitución.
6. Que la información legal y financiera presentada y que a futuro se presente a la Fiduciaria, a los asesores y consultores contratados para el desarrollo de la titularización, a la Superintendencia de Compañías, a las bolsas de valores, a las casas de valores, a la calificadora de riesgos, a los inversionistas y al público en general, es veraz y refleja la realidad financiera de las operaciones del Originador.



Derecho de cobro titularizado

El derecho de cobro que el Originador transfiere al presente fideicomiso consiste el 15% del Derecho de Cobro de los flujos futuros de fondos determinables del Originador, provenientes de la totalidad de las ventas de repuestos, llantas y servicios. El porcentaje de derecho de cobro transferido se refiere a los flujos de las ventas del mes inmediato antepasado. Estos flujos constan en el informe de estructuración financiera y en la oferta pública de la titularización.

Mecanismos de Garantía

En el contrato del Fideicomiso se especifican dos **mecanismos de garantía**: el *exceso de flujo de fondos* y la *fianza solidaria*.

El *exceso de flujo de fondos* consiste en que los flujos que se generen por la cobranza del derecho de cobro titularizado son superiores a los derechos reconocidos a favor de los inversionistas, en virtud de los valores emitidos. Según el escenario pesimista proyectado en la estructuración inicial este el flujo esperado era de USD 10.155M y el pago de dividendos USD 3.141M por lo que existía un exceso de flujos de alrededor de USD 7MM, este exceso de flujos representa 1.65 el pago de dividendos.

La escritura del Fideicomiso dispone que, como parte de este mecanismo de garantía se conforme el *Depósito de Garantía*, que podrá ser utilizado para el pago de los inversionistas, en caso de insuficiencia de fondos para el pago de los pasivos con inversionistas. Dicho Depósito de Garantía podrá estar constituido por dinero en efectivo o una garantía bancaria incondicional y de cobro inmediato, este depósito en Garantía debe mantener una cobertura de por lo menos 9 veces el índice de desviación promedio ponderado de los flujos comprometidos mensuales. Este depósito se determinó en USD 85.000, que se mantiene fijo durante la vigencia de la titularización hasta la cancelación de las dos clases emitidas.

A la fecha de corte el fideicomiso cuenta con una garantía bancaria en Banco Internacional por el monto indicado anteriormente y con un plazo de validez de 79 días, plazo que vence el 15 de junio de 2017. La garantía ha sido renovada desde la constitución del Fideicomiso.

La garantía bancaria podrá ser ejecutada por el Fideicomiso si SECOHI no la hubiese renovado luego de 7 días calendario desde su vencimiento. En caso de que el Depósito en Garantía sea utilizado durante el plazo, el mismo deberá ser repuesto o reconstituido con cargo a los valores producto de la colocación de los valores o con cargo a los flujos titularizados, o de cualquier otro

recurso a ser restituído a SECOHI. Hasta el momento este mecanismo de garantía no ha sido utilizado porque las provisiones de flujos realizadas han sido suficientes para el pago a los inversionistas.

Con respecto al segundo mecanismo de garantía, el Originador se constituye en fiador solidario del Fideicomiso para el pago de los pasivos con inversionistas. Esta fianza se mantendrá vigente hasta el pago total de los pasivos con inversionistas.

Posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del Originador, en el caso de quiebra o liquidación

Fecha de corte	may-17
Activo Líquido (USD M)	203
Activo Ajustado (USD M)	15,155
Activo Total (USD M)	15,482

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	1,247	1,247	0.16	12.15
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	333	1,579	0.13	9.60
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	5,743	7,322	0.03	2.07
TOTAL		7,322	7,322	0.03	2.07

*En la primera prelación se incluyen contingentes tributarios.

** En la tercera prelación se incluye deuda garantizada de terceros relacionados.

El cuadro anterior detalla los pasivos que tendrían prelación en un escenario de liquidación, respecto de las deudas de SECOHI Cía. Ltda., con datos a may-2017. Para el cálculo de los activos ajustados se parte del valor en libros de los activos totales, y se restan principalmente cuentas por cobrar no comerciales a relacionadas (USD 36.5M) y cuentas por liquidar de importaciones en tránsito (USD 288M), a may-2016 la compañía no tiene inversiones en acciones en otras empresas, ni activos diferidos y activos intangibles.

En un escenario de liquidación del Originador, los inversionistas de este proceso de titularización de flujos se encontrarían en el mismo nivel de prelación que los demás pasivos sin garantía específica de la empresa.

ANÁLISIS DEL ORIGINADOR

Riesgo de Crédito del Originador

La calificación de esta titularización se encuentra vinculada directamente al riesgo de crédito del Originador, porque los flujos futuros que pagarán las obligaciones del Fideicomiso dependen de la continuidad de las ventas de SECOHI Cía. Ltda., y del traspaso de su recaudación al Fideicomiso por



parte del mismo Originador, quien es además el recaudador del derecho de cobro titularizado.

La capacidad de pago del Originador se ha visto afectada por la disminución de las ventas de la empresa, en los últimos dos años y se mantiene hasta mayo-2017, situación que obedece a varios factores, algunos de los cuales son de mediano plazo, y que influyen también en la recuperación lenta de la cartera de clientes.

La empresa SECOHI tiene su principal nicho de negocios en la importación y comercialización de repuestos de vehículos principalmente de buses y camiones de las marcas europeas como Mercedes Benz, Volvo, Scania, Volkswagen, entre otras como Ford, y tiene la representación para Ecuador de la Motores MWM. Una segunda línea de negocios son los neumáticos de la marca Goodyear, y una tercera la de talleres de servicio técnico y mantenimiento.

En la actualidad mantiene 12 puntos de distribución en Quito, Cuenca Latacunga, Ambato, Machala, Santo Domingo, Ibarra, y Guayaquil; y tres de servicio técnico y mantenimiento multimarca, en las ciudades de Quito, Latacunga y Cuenca.

Adicionalmente, SECOHI está desarrollando un proyecto en alianza estratégica con una fábrica de carrocerías para la fabricación de buses en el país, con la importación de los principales componentes que representan alrededor de 35% del total de partes y piezas del vehículo, con marcas de alta calidad. Los buses producidos tendrían una ventaja comparativa de precios con los existentes en el mercado y con una calidad técnica garantizada por las marcas de los motores importados y la asesoría internacional que reciben de las casas fabricantes del exterior.

Si bien este proyecto ha iniciado ya hace tres años y está en su fase final para el inicio de la fabricación, la situación de la economía en general no ha permitido avanzar hasta la venta de los buses. La administración considera que en el corto plazo este proyecto no requerirá de nuevo capital de trabajo por parte de SECOHI, aunque los inventarios ya comprometidos en el proyecto permanecerán inmovilizados hasta que las condiciones económicas de los socios estratégicos y del mercado les permita completar el financiamiento y continuar con el proyecto. Son inventarios que de requerirlo son de rápida recuperación y realización.

Durante el año anterior la empresa atravesó por dificultades de acceso al financiamiento del sector financiero luego del atraso en el pago de sus obligaciones emitidas en el mercado de valores, a

lo que se sumó las restricciones de liquidez que afectó al sistema bancario durante el año anterior.

Al momento, ha cancelado totalmente las obligaciones emitidas en el mercado de valores, que fueron refinanciadas hasta diciembre-2016. La presente titularización no ha tenido incumplimientos con los inversionistas.

La gestión comercial en este año se orienta a incrementar las ventas a través de clientes estratégicos con perfiles de riesgo menor, y un porcentaje mayor de ventas en efectivo, para alcanzar menores plazos de vencimiento de la cartera de cuentas por cobrar. Al momento, han concretado ya contratos, que incluyen tanto la venta de repuestos como de los servicios de sus talleres de mantenimiento en todo el país; el incremento en las ventas se hará efectivo en el segundo semestre e implican ventas superiores a las proyectadas, ya que estos contratos son recientes y no están incluidos en la planificación presentada.

El incremento de estas ventas del segundo semestre requerirá de un incremento de capital de trabajo por inventarios. No obstante, la empresa espera compensarlo con el manejo más eficiente del proceso de importaciones. Además, no implicarían incremento de cuentas por cobrar ya que se han definido contractualmente plazos de entrega y los pagos de las facturas son de corto plazo, y permiten el avance de los trabajos contratados.

La actividad de la empresa creció sostenidamente a la par que la tendencia de la economía en general y particularmente del sector de la construcción, tanto pública como privada, que tiene una estrecha relación integral con el sector del transporte.

Desde el año 2015 ha sufrido una fuerte contracción derivada de la situación macroeconómica, la demanda del sector ha disminuido y por tanto se han retrasado los planes de renovación de las unidades o de reparaciones no emergentes, a lo que se sumó el retraso en los pagos de los proveedores del Estado entre los que está el sector transportista, lo que ha provocó incumplimientos de estos clientes con sus propios proveedores.

En este año la situación mejora ligeramente por la mayor liquidez de la economía, pero el sector se mantiene en una coyuntura recesiva y las ventas de la empresa permanecen con un lento crecimiento, principalmente por la política comercial más conservadora, en cuanto a ventas a crédito, debido a su menor capacidad de financiamiento.



La coyuntura económica representa un fuerte desafío para la empresa que enfrenta una presión de liquidez por la reducción en la generación de ingresos, lo que afecta su capacidad de pago. Se espera que el acceso a nuevas líneas de financiamiento conseguidas le permita retomar el crecimiento de las ventas y mejorar su generación de ingresos.

Si bien mantiene un bajo nivel de deuda en relación con su patrimonio tangible (0.91), y su capitalización es de 0.33:1, su nivel de deuda financiera es alto en relación con su generación mantiene una tendencia creciente hasta mayo 2017, la deuda financiera representa 10.77:1 veces (7.31:1 may-2016) en relación con el EBITDA.

Las ventas del año 2016 fueron menores en 32% a las alcanzadas durante el 2015. A may-2017 la tendencia contractiva se mantiene con una reducción de 8.35% de las ventas anualizadas. No obstante, la planificación de la empresa proyecta un crecimiento de 5% sin contar con las ventas contratadas con clientes del sector público.

El crecimiento esperado para el año 2017 se apoya en el financiamiento bancario conseguido para inventarios y el cumplimiento de sus obligaciones de corto plazo, ya que se ha contratado una nueva línea de crédito con condiciones que benefician la estructura de plazos de la deuda financiera.

Los nuevos financiamientos le permitirán un mayor financiamiento de capital de trabajo, recuperar paulatinamente sus niveles de ventas, mejorar la provisión a sus clientes y recuperar su participación en el mercado.

Paralelamente, si bien mantiene márgenes brutos adecuados, la empresa sustenta una estructura operativa pesada en relación con su generación, a may-2017 los gastos operacionales absorben el 34% de los ingresos por ventas. Esta carga operacional crece por la menor generación de ingresos, a pesar de que en términos absolutos las cifras anualizadas de gasto operacional a mayo muestran una disminución de 12.18% anual en relación con el año 2016.

El Originador presentó un margen operacional EBITDA³ de alrededor de 8.86% en el año 2015 que se disminuyó a 6.51% en el 2016. No obstante el EBITDA operativo no alcanzó para cubrir un costo

financiero importante y el pago de impuestos, generándose un resultado final negativo en los dos años.

El EBITDA a may-2017 es de USD 159M que mantiene una disminución de 13.43% anualizado con cifras de mayo. El resultado final es positivo (USD 34M) por el menor gasto financiero y de impuestos, no se contabilizó pago de impuesto a la renta y para fin de año serían menores que en el 2016 según las previsiones de la empresa.

Estimamos que para fin del 2017 los ingresos mejoren por el incremento de ventas del segundo semestre, el crecimiento de ventas sería posible ya que ha mejorado su acceso a fuentes de financiamiento para la importación de inventarios, que se encuentran ya en proceso y servirán para dar una mejor cobertura a sus clientes. Además se han concretado negocios con un potencial de crecimiento importante y con condiciones definidas para la pago de esas ventas.

A finales del 2017 las ventas alcanzarían un 5.1% de crecimiento anual, no obstante, el EBITDA (USD 511M) crecería en 15.6%, ya que el margen bruto podría mejorar como se observa en las cifras interanuales a mayo y como proyecta la empresa. A pesar de que las cifras anualizadas a may-2017 mantienen aún una reducción (13.43%) en comparación con el 2016.

En la proyección para fin de año el margen bruto podría llegar al mismo porcentaje alcanzado en dic-2016, debido a un margen menor de descuentos que se espera realizar en el resto del año.

Por otro lado, una parte del gasto operacional es variable y podría crecer por el crecimiento de ventas, esto implicaría que si bien mejore la eficiencia operacional, y el indicador que relaciona gastos operacionales / ventas mejoren de 36.46% (dic-2016) a 35.43% (dic-2017), el valor absoluto de gastos crezca ligeramente en vez de disminuir como espera la empresa.

Los gastos financieros de la empresa disminuye por la menor deuda financiera promedio, en comparación con el año 2016, pero absorbe el 4.82% de los ingresos por ventas.

Los ingresos operativos esperados para fin de año cubren el costo financiero y de impuestos, alcanzando así un resultado final positivo aunque pequeño.

Por otro lado la empresa mantiene históricamente **indicadores altos de endeudamiento** en relación con su capacidad de generación. El promedio de la relación deuda financiera de corto plazo y EBITDA ha estado alrededor de 6.35:1 veces. Pero en los

³ Ingresos operativos antes de intereses, impuestos, y gastos operativos que no son flujo como depreciaciones, amortizaciones, provisiones de cuentas incobrables y de jubilación patronal.



últimos dos años se eleva significativamente a 9.43:1 veces en dic-2016 y 10.77:1 veces en mayo-2017. Los indicadores de endeudamiento esperados para fin de año muestran una recuperación respecto a esta tendencia pero aún se mantienen en niveles altos en relación con la generación operativa, reflejando una capacidad de pago limitada.

Según las proyecciones, sensibilizadas por nosotros de las estimaciones del cliente, este indicador podrían estar en 8.65:1 a dic-2017. Se debe mencionar que el incremento en ventas que consideramos en nuestra sensibilidad se apoya también en las ventas de los contratos alcanzados en el último mes, ya que a mayo las ventas aún mantienen la tendencia a descender.

A mayo 2017 la reducción de la generación de ingresos precisa un mayor margen de refinanciamiento de la deuda de corto plazo pero mantiene la capacidad de pago del servicio de la deuda. El EBITDA cubre 1.27 veces (may-2017) el gasto financiero, relación que mejora ligeramente a final del año a 1.49 veces.

A dic-2017 el EBITDA cubre el gasto financiero pero se genera un flujo positivo de fondos operativo (FFO). No obstante, el crecimiento de ventas requiere de financiamiento adicional de capital de trabajo particularmente de cuentas por cobrar e inventarios, lo que explica el flujo negativo de caja operativo (CFO), que se compensa con ingresos no operativos, el requerimiento de inversiones en capex planificado tendría que ser financiado con un pequeño margen de incremento de deuda.

No obstante en la cifras históricas anteriores y a may-2017, el ciclo contractivo de las ventas, ocasionó que el flujo de caja operativo (CFO) reciba un aporte positivo de la variación de capital de trabajo, en estos cinco meses el aporte se da por la disminución de inventarios y mayor financiamiento de proveedores, además la empresa no ha realizado inversiones en capex y genera un flujo de caja libre positivo que ha utilizado para provisionar los fondos de para el próximo pago de la titularización, debido a lo que la deuda financiera se reduce muy ligeramente.

La estructura de la deuda financiera que a may-2017 concentra el 51.8% en el corto plazo, es una razón adicional que presiona los indicadores de liquidez.

Las obligaciones con el **mercado de valores** se han transferido paulatinamente al corto plazo, según las cifras de may-2017 asciende a USD 941.964M que constituyen el 22.9% del total de la deuda financiera. En dic-2016 se canceló el saldo

pendiente de la emisión de obligaciones. A may-2017 queda únicamente el saldo de la presente titularización, del cual USD 566.96M el 60.2% deberá ser cancelado hasta dic-2017 y el resto USD 375M (39.8%) hasta dic-2018.

SALDO TITULARIZACION	CAPITAL	INTERESES	DIVIDENDOS
SERIE A			
2017	285,714	18,750	304,464
SERIE B			
2017	281,250	20,377	171,314
2018	375,000	11,320	212,570
SERIES A y B			
2017	566,964	39,127	475,778
2018	375,000	11,320	212,570
TOTAL	941,964	50,447	688,349

Fuente: SECOHI Cía. Ltda. FIDUECUADOR S.A.
Elaboración: BWR.

El pago de los dividendos de la titularización de flujos se ha sido cumplido hasta el momento en tiempo y forma, aunque se han producido retrasos en la transferencia mensual de fondos al fideicomiso, ya que la recaudación está a cargo del emisor y no existe ningún mecanismo de independencia de flujos que aisle el riesgo de liquidez de la empresa.

A mayo-2017 la capacidad de pago de la deuda de corto plazo mejora en comparación con diciembre y noviembre de 2016, tanto por la disminución de la deuda de corto plazo como también por las reservas ya realizadas para el pago de la deuda del mes de junio. El flujo de caja libre y el efectivo reservado para el pago de la deuda cubren el 54% (35% a dic-2016) de la deuda de corto plazo, por lo tanto necesita refinanciar el restante 45%.

A la fecha de este informe la empresa tiene una mayor probabilidad de lograr este financiamiento que en el año anterior, además la administración informa que al momento cuenta con una nueva línea de crédito bancaria que apoya su operación, y le posibilitará liberar sus activos fijos entregados en garantía por sus obligaciones con las Ifi's locales.

Desde final del año 2016, la situación de liquidez del sistema financiero ha mejorado, la empresa ha cancelado el saldo pendiente de su deuda con el mercado de valores, y se ha concretado una nueva línea de financiamiento bancaria con condiciones de plazo favorables que le permitirán mejorar la estructura de plazos de la deuda financiera y obtener liquidez para impulsar su gestión operativa y recuperar la generación de ingresos.



A pesar de un incremento de 6% en la deuda financiera al final del año se espera que el nivel de endeudamiento en relación con el EBITDA se reduzca en relación con el observado a mayo-2017 debido al crecimiento de la generación de ingresos. La mayor generación le permitiría cubrir con amplitud el costo de la deuda, lo que representa una mejor flexibilidad financiera.

A may-2017 el patrimonio financia el 53.3% de los activos y el pasivo mantiene una relación de 0.91:1 veces su patrimonio tangible⁴ lo que le da una cobertura patrimonial adecuada.

Para los próximos años se espera que la empresa mejore sus niveles de ventas, la gestión comercial busca incorporar nuevos clientes estratégicos que le permitan diversificar las ventas y mejorar el perfil de crédito de sus clientes y por tanto de sus cuentas por cobrar.

Sin embargo, en el corto plazo se mantendrá aún un flujo de caja con necesidades de refinanciamiento, el flujo de caja libre se mantendrá negativo y requerirá de incrementos de endeudamiento, que dependerán de los requerimientos de capital de trabajo que demande la expansión de las ventas.

Por otro lado, en los próximos años no se prevé inversiones importantes en CAPEX; por el contrario la empresa prevé la venta de alguno de sus activos fijos y el cierre de algunos de sus locales de menor generación, no obstante la situación económica complica la factibilidad de lograr su realización efectiva dentro del tiempo que la empresa requiere.

El riesgo de refinanciamiento disminuye también ya que parte de la deuda financiera con Ifi's del exterior se canjeó con nuevas obligaciones a largo plazo. Esta deuda está garantizada con fondos líquidos de los accionistas. A mayo-2017 representa el 31.3% de la deuda financiera total y tiene un plazo promedio de vencimiento de 2.55 años, pero la empresa la ha venido renovando sin pagos importantes de capital.

Adicionalmente, hay un saldo de deuda directa con accionistas que a mayo 2017 representa el 22.8% de la deuda de corto plazo, igualmente se espera renovar totalmente sin pagos importantes de capital. Sin considerar la deuda directa de corto plazo con accionistas, el resto de la deuda

financiera representa 6.13 veces (5.79 a dic-2016) el EBITDA y la capacidad de pago del resto de la deuda financiera mejora. Sin la deuda directa con accionistas que está contabilizada en el corto plazo, el flujo de caja libre cubre el 70% de la deuda de corto plazo a may-2017.

ANÁLISIS DEL DERECHO DE COBRO TITULARIZADO

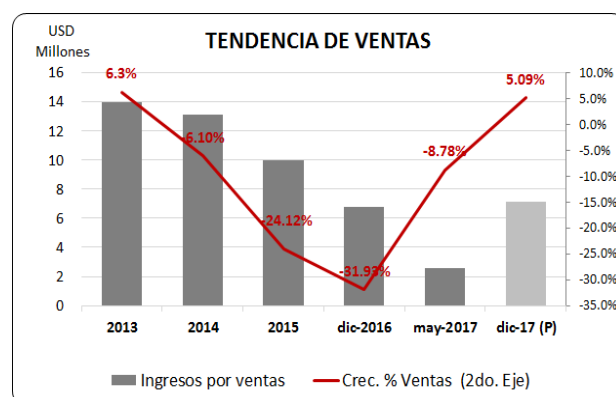
Riesgo del Derecho de cobro titularizado

Como se mencionó en párrafos anteriores, la generación de los flujos que requiere el Fideicomiso dependerá tanto de la continuidad del negocio y riesgo de crédito del Originador, como del derecho de cobro titularizado. El primero se abordó en el apartado anterior y el segundo se analiza a continuación.

El derecho de cobro transferido está constituido por el 15% del total de las ventas de SECOHI, que como analizamos en el punto anterior.

Por este motivo, se considera que la recuperación de las ventas y por tanto de la generación de flujos operativos está vinculada a la continuidad del negocio del Originador, pero también a su capacidad de pago en el corto plazo, ya que de ella depende la transferencia de fondos al fideicomiso, dada la calidad de recaudador del Originador.

Ventas y Flujos Históricos



Fuente: SECOHI. Proyección ajustada por BWR.
Elaboración: BWR.

Luego de caídas drásticas del orden del 24% y 32% de los años 2015 y 2016, en el total de las ventas a mayo-2017 se advierte ya una tasa menor de disminución que se podría revertir en el segundo semestre.

Para final del 2017 se espera una recuperación paulatina de las ventas del orden del 5% en relación con 2016.

⁴ Patrimonio tangible = Patrimonio – activos diferidos – activos intangibles – cuentas por cobrar relacionadas y otros activos de difícil recuperación en un escenario de liquidación.

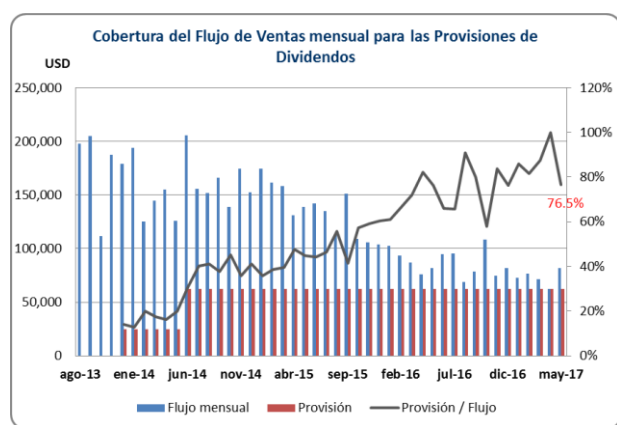


El crecimiento esperado se explica por el financiamiento alcanzado y los resultados positivos de las estrategias comerciales adoptadas que se han descrito anteriormente.

El financiamiento de su capital de trabajo le permitirá recuperar gradualmente su participación de mercado, ya que el año anterior la empresa restringió sus inventarios y sus ventas, por la presión de liquidez que debió afrontar en un entorno de restricciones en el sistema financiero.

El derecho de cobro titularizado se fortalecerá desde el año 2017 de cumplirse la planificación de la empresa.

Derecho de cobro titularizado y cobertura de la emisión



Fuente: SECOHI Cia. Ltda. FIDUECUADOR S.A.
Elaboración: BWR.

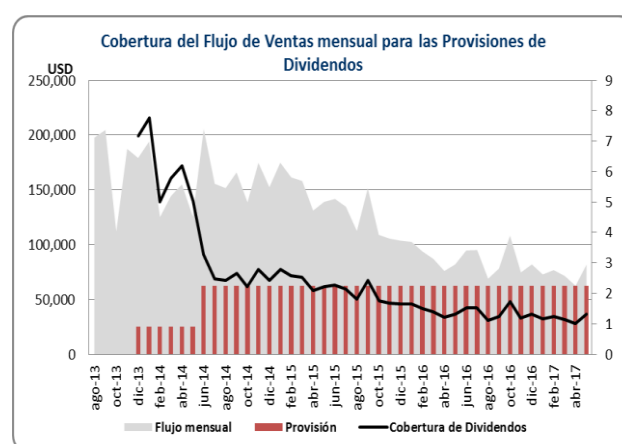
En el presente gráfico puede observarse la relación entre las ventas mensuales o flujo de efectivo recibido por el Fideicomiso y las provisiones realizadas, se advierte el cumplimiento histórico del Originador y agente de recaudo sobre su obligación contractual. Pero también la reducción del exceso de flujos que se había previsto, ya que las provisiones para la titularización representan un porcentaje creciente de las ventas de la empresa.

Como se observa en el gráfico, la reducción del derecho de cobro titularizado particularmente desde el año 2015 y en el 2016, durante los cinco meses de este año los flujos mantienen la tendencia interanual de disminución, aunque en menor proporción a lo observado el año anterior.

El peso de las provisiones mensuales por tanto se acrecienta drásticamente, pasando de un 20% en los primeros meses al 86% promedio del enero a mayo del 2017, por lo que la devolución de recursos al Originador es cada vez menor. Lo que evidencia paralelamente la reducción de su

capacidad para cumplir en tiempo y forma con los dividendos adeudados a los inversionistas.

Lo dicho se corrobora con algunos atrasos ocurridos en la transferencia de fondos mensuales, ocurridos tanto en algunos meses del 2015 y 2016 como también durante este año, según las fechas de recibimiento de los flujos de ingresos reportado por la Fiduciaria. Los flujos de los meses de marzo y abril que se acumulan para el pago de los dividendos de junio se recibieron días antes del vencimiento del pago. Si bien se advierte la voluntad de pago del originador para cumplir el pago de las obligaciones de la titularización, no se cumple en tiempo y forma los compromisos de la entrega de flujos mensuales.



Fuente: SECOHI Cia. Ltda. FIDUECUADOR S.A.
Elaboración: BWR.

La cobertura de los flujos mensuales ingresados al fideicomiso para las provisiones que se debe realizar para el pago de dividendos trimestrales mantiene la tendencia a disminuir analizada en el seguimiento anterior, que pasan de 6.1 veces en promedio en los primeros 6 meses a 1.17 veces entre enero y mayo de este año. Por este motivo, de seguir disminuyendo podría ser necesario acudir a la aplicación de la fianza solidaria otorgada por el Originador para poder cumplir con sus obligaciones.

A mayo-2017 el exceso de flujos aportados durante la vida del fideicomiso, luego de cubrir las provisiones realizadas para el pago a los inversionistas y los gastos del fideicomiso cubren 9.78 veces el índice de desviación calculado en la estructuración de la titularización.

Por otro lado, se mantiene el depósito en garantía de USD 85.000, en la cuenta del fideicomiso, de acuerdo con lo establecido en el contrato del fideicomiso.



Gastos del Fideicomiso

Los gastos operacionales del Fideicomiso se pagan con cargo al flujo al excedente del por devolver al originador.

Desde la constitución del Fideicomiso hasta la fecha de corte se han registrado gastos operativos por USD 57.1M, un promedio de USD 1241 mensuales.

Los gastos operativos no son materiales respecto al monto originado, ni a la cuantía de los flujos generados y esperados.

FiduEcuador S.A. (Fiduciaria)

En nuestro criterio, la Fiduciaria de la presente titularización cuenta con la capacidad y recursos técnicos necesarios para desempeñar su gestión adecuadamente. La empresa fue constituida en el año 2001 y se transformó en FiduEcuador S.A. en el año 2009. Actualmente cuenta con un equipo de expertos fiduciarios con experiencia del mercado ecuatoriano.

Los Directores Principales de la empresa cuentan con preparación académica y larga trayectoria en el sector financiero y de capitales, lo cual se considera positivo.

Por otro lado, tanto el Gerente General como la plana ejecutiva está conformada por profesionales con conocimiento y experiencia en las labores que desempeñan, y trabajan varios años en la institución.

▪ Posicionamiento del Valor en el Mercado, Presencia Bursátil, Liquidez de los Valores

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 de los títulos en el mercado y no al contrario.

A la fecha de corte SECOHI Cía. Ltda. mantiene una emisión de obligaciones adicional a la presente titularización que se analiza en el presente estudio.

La última cuota de esta emisión no pudo ser cancelada en tiempo y forma, hasta la fecha de vencimiento que fue en Dic-2015, por lo que en enero de este año fue refinanciada con los inversionistas con un plazo final de pago hasta dic-2016. A la fecha de este informe esta cuota por USD 156M fue cancelada.



La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en 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 naturaliza 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 responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el 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 cómo 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 fundamenta 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 inversor 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 2017.