



Ecuador
Calificación Inicial

Tercera Titularización de Flujos - Portafolio CFN

Calificación

Títulos	Calificación Otorgada
VTC-TERCERA-PORTAFOLIO-CFN	AAA

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

Principales participantes:

- *Originador:* Corporación Financiera Nacional.
- *Agente de Manejo:* Fiduciaria del Ecuador Fiduecuador S.A.

Contactos:

Patricia Pinto
(5932) 226 9767 ext. 10
ppinto@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 otorgar la calificación de 'AAA' a los valores emitidos por el Fideicomiso Tercera Titularización de Flujos - Portafolio CFN.

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.

Alta cobertura del activo subyacente: Además del portafolio de obligaciones y titularizaciones, que representan 1.26 veces el saldo de los títulos colocados, el Fideicomiso mantiene fondos disponibles y certificados de depósito de corto plazo, que cubren en 81.6% del saldo de capital de los títulos colocados. En su conjunto, estos activos le dan fortaleza a la estructura para soportar elevados niveles de estrés.

Buena calidad del activo subyacente, con concentración moderada por emisor/originador: Si bien el portafolio de emisiones y titularizaciones está diversificado en 53 emisores u originadores, la inversión más importante representa el 18.9% del saldo de estos dos tipos de instrumentos. El riesgo de concentración se encuentra mitigado por el elevado nivel de sobrecolateral que mantiene la titularización. A la fecha de corte ninguna posición se encuentra en estado de incumplimiento.

Elevada capacidad para generar los flujos de fondos requeridos: El modelo de flujos de fondos utilizado por la calificadoradora analiza la posibilidad que tendría la estructura de cumplir con el pago en tiempo y forma de los valores emitidos dentro de un escenario de estrés elevado consistente con la calificación AAA. En función de dicho análisis, se concluye que el Fideicomiso tiene una elevada capacidad para generar los flujos de fondos requeridos.

Independencia del riesgo crediticio del Originador: Los flujos futuros que servirán para el repago de la emisión calificada provienen de las inversiones que pertenecen al Fideicomiso, y su recaudación está a cargo de la fiduciaria, por lo cual la capacidad de pago del Fideicomiso se encuentra independizada del riesgo de crédito del Originador.

Contrapartes evaluadas favorablemente: La cobranza de los dividendos del portafolio se hace a través de los depósitos centralizados de Compensación y Liquidación de Valores, DCV y DECEVALE en caso de ser desmaterializados, o directamente con las instituciones financieras emisoras, para los certificados de depósito. La recaudación se hace en cuentas del Fideicomiso por lo cual el riesgo de contraparte se encuentra mitigado. La Fiduciaria cuenta en nuestro criterio con la capacidad y recursos técnicos necesarios para desempeñar su gestión adecuadamente.

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

Presentación de Cuentas

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

- Contrato del Fideicomiso y demás documentos legales pertinentes.
- Estados financieros del Fideicomiso del 2015 auditados por la empresa Moore Stephens, con opinión limpia sobre la razonabilidad de su presentación con base en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
- Estados financieros no auditados del Fideicomiso a agosto-2016, preparados de acuerdo a las normas NIIF.
- Información sobre la conformación y características del activo subyacente del Fideicomiso, relevante para el análisis de capacidad de pago de los títulos emitidos, con la misma fecha de corte.
- Reporte de Constancia de Depósito y extracto de subcuenta de DECEVALE y DCV, respectivamente, que respaldan la propiedad por parte del Fideicomiso de las obligaciones y titularizaciones que forman parte su activo.
- Información relevante sobre el Agente de Manejo y su capacidad para administrar el Fideicomiso.
- Informes de calificación de riesgo, estados financieros al 2015, hechos relevantes publicados por la bolsa de valores de Quito, y demás información pública sobre los títulos vigentes transferidos al Fideicomiso.
- Documento *Fitch Latin America Comparative Statistics Book -2016*, publicado por Fitch Ratings el 23 de Agosto de 2016
- Documento *Chilean Comparative Statistics Book - 2016*, publicado por Fitch Ratings el 22 de junio de 2016.

Entorno Económico y Riesgo Sectorial

Los flujos de la titularización provienen de un portafolio compuesto por inversiones en instituciones financieras, y emisiones del mercado de valores emitidas u originadas por empresas de diversos sectores, por lo cual el análisis de la economía en su conjunto es el más relevante para la titularización.

La economía ecuatoriana se caracteriza por tener una estructura concentrada en ingresos y poca flexibilidad de fondeo. La dependencia en pocos productos para el desarrollo de la economía y la falta de un fondo de estabilización para épocas de crisis, generan mayor incertidumbre en cuanto a la liquidez de la economía, la cual influye directamente en el desarrollo del

sistema financiero, de la industria, y del comercio en general. Por otra parte, el bajo incentivo a la inversión extranjera directa (IED) y la estructura concentrada de la balanza comercial, representan dificultades para un país dolarizado, limitando el crecimiento de la oferta monetaria y por ende de la economía.

A partir del año 2015, se profundizan los problemas para el país con la baja del precio del petróleo y la fuerte revalorización del dólar que afectó la competitividad de los productos ecuatorianos de exportación. La vulnerabilidad de la economía se evidenció en un entorno operativo de menor liquidez que entre otras cosas resultó en la contracción del crédito doméstico, en cargas adicionales para el sector productivo, en menores inversiones del sector público y en retrasos a los proveedores del gobierno. Se estima que los ingresos del Gobierno se redujeron a cerca del 33% del PIB en 2015, desde cerca del 39% del PIB en 2014.

La consecuencia natural de lo dicho fue la desaceleración de la economía que según datos del BCE obtuvo un crecimiento del PIB del 0.2% en el 2015 y para la cual se espera en el 2016, un crecimiento negativo por primera vez en 17 años. Las últimas publicaciones del BCE pronostican una contracción de la economía de 1.7% del PIB para el 2016, frente a las proyecciones actualizadas del FMI de -2.3%, -4% del Banco Mundial y -2.5% de la CEPAL.

Según algunos analistas, el comportamiento de la economía podría mostrar signos de pequeña convalecencia en el 2017, si el precio del petróleo mantiene la tendencia modesta y gradual a recuperarse, y si el gobierno consigue el financiamiento esperado. De todos modos, la profundidad y el largo de la recesión dependerán de la habilidad para obtener financiamiento, tema que podría verse complicado con el cambio de gobierno. Fitch Ratings considera que la economía ecuatoriana tendría una contracción mayor al 2% en el 2016, y que, a partir del 2019, podría alcanzar crecimientos menores al 2%. La estimación del FMI es que el PIB del Ecuador tendrá decrecimiento por 5 años seguidos, es decir de 2016 a 2020 y que solamente en el 2021 alcance un crecimiento del 1.5%.

La política económica del Gobierno se ha sustentado en gasto público, el cual desde el 2008 se ha incrementado de forma importante y el cual fue alimentado sin problema mientras los precios del petróleo estuvieron altos. Las nuevas circunstancias le exigieron al gobierno ajustar su presupuesto, pero lo hizo reduciendo las inversiones mientras que el gasto corriente sigue en aumento, financiado por préstamos externos principalmente pero también por recursos captados localmente de las entidades de seguridad social y de ajustes tributarios al sector privado.

El gasto público del 2015, representó el 33% del PIB y el gasto corriente constituyó dos tercios de dicho gasto, presionado por los montos que representan los salarios del sector público, el subsidio de energía y la seguridad social del sector público.

El gobierno ha logrado recuperar su acceso a fuentes de financiamiento externo como son el FMI y el mercado de “bonos globales”. Analistas económicos han mostrado su preocupación por los niveles de endeudamiento alcanzados y la necesidad de reducir el gasto corriente, lo cual es poco probable por considerarse impopular e inconveniente frente a las elecciones del 2017.

Lo más probable es que mientras encuentre fuentes de financiamiento, aunque fueran costosas, el gobierno actual se siga endeudando, postergando los problemas del pago de la deuda y el riesgo de refinanciamiento para las próximas administraciones. Es importante notar que Ecuador se vuelve cada vez más dependiente del financiamiento externo para cubrir sus necesidades de cuenta corriente y las amortizaciones de deuda entre 2015 y 2017. Si no se concretan los préstamos con China en los montos esperados por el gobierno, lo cual es un escenario probable, sería necesario negociar financiamiento con multilaterales, hacer recortes impopulares del gasto corriente y/o incurrir en nuevos retrasos con proveedores.

El déficit fiscal del país entre 2013 y 2015 llegó a un promedio cercano al 5% del PIB; analistas de Fitch Ratings consideran que este déficit será superior al 5.5% para el período 2016-2017, lo cual presionaría el indicador deuda/PIB sobre el 40% que es el techo legal aprobado. El FMI coincide con esta previsión.

Por otro lado, la inseguridad política, tributaria y legal han desincentivado las inversiones del sector privado el cual también se ha visto afectado por la disminución de la demanda en la mayor parte de los sectores económicos principalmente en el sector de la construcción y en el de manufactura, sectores especialmente sensibles a la situación del entorno macroeconómico.

Se prevé una caída en la demanda interna para el 2016, demanda que engloba el consumo de los hogares, consumo del gobierno e inversión. De acuerdo con los datos publicados por el INEC, la inflación anual a agosto-2016, es la más baja desde que se implementó la dolarización (comparando los mismos períodos) lo cual refleja la baja del consumo.

El comportamiento del consumo es el resultado de los ajustes que debieron hacerse tanto en el sector público como en el sector privado y se relaciona con la reducción de la capacidad adquisitiva de la población que se ha visto perjudicada por el desempleo o el empleo inadecuado.

La desdolarización es siempre una amenaza para el Ecuador si no llega a ajustar su economía a los menores ingresos en dólares. El gobierno ha respaldado la dolarización implementando medidas temporales para contener el déficit de la cuenta corriente internacional, el mismo que para el 2015 alcanzó el 2.2% del PIB. El gobierno ha anunciado que las medidas de control de importaciones (cupos, incremento de aranceles y salvaguardias) podrían prolongarse hasta junio 2017, mientras que el sector productor hace votos para eliminarlas y firmar el acuerdo de libre comercio con la Unión Europea.

Las elecciones presidenciales y legislativas programadas para febrero de 2017 añaden incertidumbre al entorno operativo ecuatoriano. La gobernabilidad del país podría representar un reto para la administración entrante si no se logra consolidar posiciones mayoritarias en el congreso.

Hechos Relevantes y Subsecuentes

El 18 de enero de 2016 venció la prórroga de oferta pública conferida por la Superintendencia de Compañías a la presente titularización, por lo cual, cumpliendo con el numeral 7.25 de la cláusula séptima del contrato de constitución del Fideicomiso, la Fiduciaria procedió a dar de baja los valores pendientes de colocarse y el 12 de julio de 2016 se suscribió un acta de restitución a favor del Originador de USD 13,884,636.53 en títulos valores, y USD 1,046,400 en efectivo.

En el acta de restitución, el Originador y la Fiduciaria expresan de común acuerdo que no se entregarán al Originador por parte de la Fiduciaria los intereses y capital cobrados por concepto de los flujos del portafolio, desde el 23 de junio de 2016 hasta la fecha de vencimiento de los valores emitidos y puestos en circulación. Si se restituirá al Originador los rendimientos de las inversiones que realice el fideicomiso con dichos flujos en los períodos en que cuente con la liquidez para hacerlo.

Análisis de Estrés

Pérdida estimada de los activos fideicomitidos

La pérdida bruta esperada del activo subyacente del Fideicomiso (antes de recuperaciones por vía legal) para un escenario base (*pérdida base* en adelante) se obtiene de la consideración de las probabilidades de incumplimiento de los fondos disponibles, certificados de depósito, obligaciones y titularizaciones fideicomitidas (en adelante, *el portafolio*), en función de su calificación de riesgo actual y su plazo por vencer; así como de la correlación existente entre cada uno, de acuerdo a su industria, sector, país de domicilio y región. Adicionalmente, con el fin de tomar en cuenta el riesgo idiosincrático en



posiciones concentradas, se incorpora un estrés adicional para las cinco posiciones más grandes.

A nivel internacional la probabilidad de incumplimiento de cada título se puede inferir de las publicaciones estadísticas de incumplimiento y transición realizadas por las principales calificadoras de riesgo a nivel global, para cada escala internacional de calificación de riesgo y distintos horizontes de tiempo. No obstante, para las calificaciones locales no existen dichas estadísticas, y es muy complicado calcularlas debido al reducido tamaño e historia del mercado de valores ecuatoriano y a la inexistencia de una base de datos que contenga dicha información, considerando además que cada calificadora de riesgo tiene su propia metodología, y por tanto las calificaciones no necesariamente son comparables entre sí.

Frente a los hechos antes explicados, se siguieron los siguientes pasos para calcular la pérdida base del portafolio:

- Se realizó un análisis cuantitativo y cualitativo de cada emisor y titularización, con énfasis en 24 emisores u originadores, que en conjunto representan el 88.4% del saldo por vencer. En el 11.6% restante se dio más importancia a la información cuantitativa. Para esto, se revisó la información pública disponible, entre la que destacan los últimos informes públicos de calificación, el prospecto de oferta pública, los estados financieros del 2015 reportados por la Superintendencia de Compañías y los hechos relevantes publicados en la página web de la bolsa de valores de Quito.
- En función del análisis anterior, se determinó una *calificación interna* para cada instrumento, la cual de forma conservadora, debía ser igual o peor a la calificación pública del título. En el caso de emisiones calificadas por BWR, se tomó en cuenta su calificación pública.
- Se realizó una homologación entre la *calificación interna* de cada valor y la escala internacional de calificación, en función de los indicadores financieros promedio de los emisores calificados internacionalmente por Fitch Ratings en las distintas categorías y los utilizados por BWR para asignar las calificaciones locales. Esta homologación ignora de forma intencionada el hecho de que las primeras incorporan el riesgo país, particularmente los riesgos de transferencia y convertibilidad; esto por cuanto la escala de calificación local tampoco considera estos riesgos.
- Utilizando las calificaciones homologadas de cada título, se utilizó un modelo para calcular la pérdida bruta a utilizar, tanto en un escenario base como para el estrés propio de cada categoría de calificación. Dicho modelo realiza una simulación Montecarlo de 1,000,000 de caminos

aleatorios, en función de las calificaciones de riesgo, las correlaciones entre los distintos activos financieros y estadísticas internacionales; el resultado incorpora también un ajuste por riesgos de concentración en el portafolio.

A través de esta metodología se definió una pérdida base del portafolio de 14.39%, la cual está influida de forma importante por el ajuste por la concentración del portafolio en los cinco emisores con mayor participación. Si bien el incumplimiento real del portafolio podría en la realidad ser significativamente menor, el porcentaje definido incorpora el riesgo idiosincrático de dichas inversiones.

Por otro lado, para llegar a la pérdida neta, es necesario considerar también un supuesto de recuperación por vía legal de aquellos títulos que llegaran a incumplir con sus obligaciones. En Ecuador los acreedores del mercado de valores tienen menor prelación que los empleados del emisor u originador, las deudas fiscales, deudas con la seguridad social y acreedores financieros con garantía prendaria o hipotecaria, y el tiempo que puede tomar una acción legal fruto de la quiebra de una empresa puede superar fácilmente el plazo por vencer de esta titularización, por lo cual dentro del escenario AAA se considera un supuesto de 0% de recuperación por vía legal de los títulos en incumplimiento. Por tanto, la pérdida neta de recuperaciones dentro del horizonte de tiempo analizado se estima también en 14.39%.

Prepago de los títulos del portafolio

Únicamente un título que representa el 0.2% del portafolio contempla dentro de su prospecto la posibilidad de que si el emisor lo deseara, pueda proponer el rescate anticipado de un valor determinado de la emisión, sujeto a la aceptación de los inversionistas. En los demás casos, los emisores u originadores no tienen esta opción, por lo cual no se espera que el flujo del portafolio se vea afectado por el riesgo de prepago.

Estructura Financiera y Legal

El fideicomiso emitió títulos de contenido crediticio denominados VTC-TERCERA-FLUJOS-PORTAFOLIO-CFN, cuyas características y evolución se describe en secciones posteriores.

En la constitución del Fideicomiso el Originador transfirió y aportó a favor del Fideicomiso un portafolio compuesto por emisiones de obligaciones y titularizaciones de distintos emisores u originadores, por un saldo de capital de USD 113 millones, el cual se redujo posteriormente en función de su amortización y de la operación de restitución explicada en los hechos relevantes de este informe.



Al momento de su traspaso al Fideicomiso, los instrumentos seleccionados debían reunir las siguientes características:

- Contar con calificación de riesgo de al menos "A"
- Tener una fecha de vencimiento posterior a abril 01 de 2014
- No haber acudido a la ejecución de ningún mecanismo de garantía, ni tampoco a esquemas de reestructuración de pagos.

La fuente de pago de los títulos emitidos son los flujos que genera el portafolio de inversiones fideicomitido y los recursos líquidos acumulados a la fecha.

En la escritura se indica que previo a la emisión de los valores, el Originador debe haber cedido o endosado, según corresponda, en legal y debida forma, y transferido en propiedad a favor del Fideicomiso, los instrumentos integrantes del portafolio.

Hemos recibido el Extracto de la Subcuenta a nombre del Fideicomiso en el Depósito Centralizado de Valores DCV así como el reporte de Constancia de Depósito de DECEVALE, que actúan como custodios de las obligaciones y titularizaciones que son de propiedad del fideicomiso, con lo cual se confirma adicionalmente el traspaso de propiedad.

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo. La cesión y aporte de los flujos provenientes de los títulos valores que corresponden a emisiones de obligaciones y titularizaciones se ha producido desde la constitución del Fideicomiso y sigue produciéndose durante la vigencia del proceso de titularización, en los términos que señalan los artículos 117 y 143 de la Ley de Mercado de Valores.

En el contrato del Fideicomiso, el Originador declara bajo juramento y se obliga, según corresponda a lo siguiente:

1. Que el portafolio y los recursos en efectivo que aporta y aporte a futuro al Fideicomiso, se encuentran y se encontrarán libres de todo tipo de gravamen, prohibición de enajenar, limitación de dominio o posesión.
2. Que no existe ni existirá impedimento ni limitación alguna para transferir y aportar el portafolio y los recursos en efectivo que aporta y aporte a futuro el fideicomiso
3. Que sobre el portafolio y los recursos en efectivo que aporta y aporte a futuro al Fideicomiso, no pesa ni pesará ninguna clase de gravámenes, limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias, ni tampoco respecto de aquellos se encuentren pendientes de pago, impuestos, tasas o contribuciones de ninguna clase.
4. Que el portafolio y los recursos en efectivo que aporta y aporte a futuro al fideicomiso tienen y tendrán siempre un origen lícito y legítimo, y en especial no provienen ni provendrán de ninguna actividad prohibida o sancionada por la Ley para reprimir el lavado de activos, o conductas relacionadas con el cultivo, fabricación, almacenamiento, transporte o tráfico ilícito de sustancias estupefacientes o psicotrópicas. No obstante lo anterior, el Originador aclara de manera expresa que la declaración que antecede se limita exclusivamente a los activos de propiedad del Originador que son y serán aportados al Fideicomiso, y que corresponden al desarrollo de los objetivos establecidos en su legislación aplicable, mas no se refiere ni incluye ninguna declaración respecto del origen o fuente de los recursos de los emisores que servirán para pagar los instrumentos seleccionados, siendo dichos emisores los únicos responsables del origen legal, lícito y legítimo de sus propios recursos, sin que el Originador tenga o asuma ninguna responsabilidad al respecto.
5. Que la constitución del Fideicomiso tiene objeto lícito y una causa lícita, y el Originador no tiene intención de irrogar perjuicios a terceros con esta constitución.
6. Que el portafolio que aporta al Fideicomiso está integrado por instrumentos seleccionados que a la fecha de aporte de dicho aporte reúnen las características requeridas en el contrato.
7. 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 esta titularización, a la Calificadora de Riesgos, a la Superintendencia de Bancos, a la Superintendencia de Compañías, a las Bolsas de Valores, a las Casas de Valores, a los Inversionistas y al público en general, es fidedigna, veraz y completa.
8. Que la constitución del presente fideicomiso y el desarrollo de la presente titularización no afecta el normal desenvolvimiento y cumplimiento de la Primera Titularización de Flujos - Portafolio CFN, ni tampoco de la Segunda Titularización de Flujos - Portafolio CFN, previamente desarrolladas por el mismo Originador.
9. Que cuenta con plena capacidad legal y con la autorización interna institucional suficiente para celebrar y cumplir con sus obligaciones de conformidad con el Fideicomiso y con los demás documentos de la titularización. El Originador aclara expresamente que, a la presente fecha, ya cuenta con la autorización correspondiente del Ministerio de Finanzas y con el criterio positivo respectivo de la Superintendencia de Bancos y Seguros.

10. Que la celebración y cumplimiento del Fideicomiso y de los demás documentos de la titularización no viola ni constituye ningún incumplimiento bajo cualquier disposición de la Ley Orgánica de la Corporación Financiera Nacional; cualquier convenio, contrato, licencia, resolución u orden de la cual el Originador sea parte o por la cual el Originador o cualquiera de sus activos esté sujeto; o cualquier ley, reglamento, circular, orden o decreto que le sea aplicable al Originador.
11. Que además de la autorización interna institucional ya conferida por el Directorio del Originador, la cual se encuentra en pleno vigor y efecto, no requiere autorización o aprobación interna adicional alguna para celebrar el Fideicomiso y los demás documentos de la titularización, ni para cumplir o llevar a cabo las obligaciones asumidas a través de aquellos, las cuales son legales, válidas, vinculables y exigibles en contra del Originador.
12. Que a la fecha de firma no existe y no tiene conocimiento de que exista amenaza de que vaya a iniciarse, alguna acción, demanda, reclamación, requerimiento o procedimiento ante cualquier tribunal, dependencia gubernamental, árbitro u órgano jurisdiccional que afecte la legalidad, validez o exigibilidad del Fideicomiso y de los demás documentos de la titularización.
13. Que las personas que celebra el Fideicomiso y los demás documentos de la titularización en nombre y representación del Originador cuentan con poderes y facultades suficientes, así como con las autorizaciones internas necesarias para válidamente firmar tales instrumentos en su representación y para válidamente obligar al Originador en los términos de aquellos, y que dichos poderes, facultades y autorizaciones internas institucionales o de cualquier otra naturaleza no han sido revocadas, modificadas o limitadas en forma alguna.

Mecanismos de garantía y cobertura de riesgos

El mecanismo de garantía de la titularización es el Exceso de Flujo de Fondos, que consiste en que los flujos que se proyecta que sean generados por el portafolio son superiores a los montos requeridos por el Fideicomiso para pagar los pasivos con inversionistas.

Como parte de dicho mecanismo de garantía, se crea el Depósito de Garantía, que es un fondo que debe cubrir en todo momento al menos el 12.04% del siguiente dividendo trimestral de los valores colocados.

A continuación se aprecia la relación existente entre el mecanismo de garantía y los flujos a pagar a los inversionistas, de lo cual se desprende que el

Fideicomiso cubre holgadamente con el requerimiento legal de cobertura de al menos 1.5 veces el índice de desviación calculado por el estructurador financiero:

COBERTURA DE MECANISMOS DE GARANTÍA	
Flujos proyectados del portafolio de obligaciones y titularizaciones dentro del plazo de los títulos emitidos (capital e interés)	28,899,340.06
Flujo a pagar de títulos colocados (capital e interés)	28,435,488.47
Exceso de flujos	463,851.59
Índice de desviación según estructuración Financiera	0.4180%
Desviación de flujos según estructuración financiera	120,799.24
Cobertura índice de desviación (veces)	3.84

Adicionalmente, la estructura cuenta con un Fondo de Acumulación, que se integró con los recursos generados por el portafolio y que llega a USD 15,248,225.42. Si durante la vigencia de los valores, como parte de la operatividad propia del Fideicomiso, la Fiduciaria tuviera que acudir a los recursos del Fondo de Acumulación para completar la provisión de cualquier dividendo trimestral, dicho Fondo de Acumulación deberá ser repuesto a la cantidad base, de acuerdo al orden de prelación establecido, salvo que se trate de su utilización para el pago de los tres últimos dividendos trimestrales.

Si bien no se considera como Mecanismo de Garantía en términos legales, el Fondo de Acumulación en conjunto con el sobrecolateral de títulos existente, otorga a la estructura una cobertura importante ante riesgos de crédito del portafolio y de liquidez del Fideicomiso. A continuación se aprecia la cobertura a la pérdida base que consideramos como escenario base en nuestro análisis (14.39%), con el activo subyacente del Fideicomiso:

Mejora Crediticia de la Titularización	
Recursos Líquidos (fondos disponibles y certificados de depósito)	21,364,675.09
Portafolio de obligaciones y titularizaciones (Capital)	33,023,301.66
A. Subtotal activo subyacente	54,387,976.75
B. Saldo de títulos colocados (capital)	26,177,499.13
Mejora Crediticia (A - B)	28,210,477.62
Cobertura de pérdida base (veces)	3.60

El análisis anterior no considera el flujo adicional proveniente del margen neto de interés entre el portafolio de obligaciones y titularizaciones y los títulos emitidos, que sería de USD 1 millón adicional. Por esto, y el hecho de que no se prevé que existan

restituciones de flujos al Originador, salvo por los rendimientos de las inversiones que realice el fideicomiso con estos, esperamos que la cobertura porcentual muestre una tendencia a incrementarse en el tiempo.

La liquidez que mantiene el Fideicomiso representa el 81.6% del saldo de capital de los títulos colocados, cubriendo así en nuestro criterio cualquier riesgo previsible de descalce de plazos entre activo y pasivo.

La estructura contemplaba que el Originador reemplazare los instrumentos que incurrieran en mora en el pago de cualquiera de las cuotas por más de 30 días, exclusivamente hasta la fecha de emisión, posteriormente, esta sería una potestad más no una obligación.

En la práctica, después de la fecha de emisión el Originador ha realizado por voluntad propia cinco reemplazos de instrumentos deteriorados en su calificación por otros que cumplían los requisitos mínimos establecidos, el último de los cuales se realizó en enero-2016. Si bien estas transacciones han mejorado el perfil de riesgo del portafolio, a futuro no existe un compromiso formal de seguir haciéndolo, por lo cual el riesgo de la titularización se evaluará de forma independiente.

Se considera que el riesgo crediticio de la titularización se encuentra aislado del riesgo del Originador, debido a que los títulos que generan el flujo de repago son de propiedad del Fideicomiso y su recolección está a cargo de Fiduecuador.

Si bien por su naturaleza el portafolio de inversiones está expuesto a variaciones en su valor de mercado, el riesgo de mercado no es relevante para esta estructura debido a que no está previsto que el Fideicomiso negocie los títulos sino más bien que los flujos se recauden de acuerdo a la tabla de amortización aplicable, y el 100% del portafolio está invertido en dólares de los Estados Unidos de América.

Gastos de operación

Los gastos de operación del Fideicomiso están compuestos principalmente por los honorarios del agente de manejo, honorarios del agente de pago, calificación de riesgo, comisión de custodia, mantenimiento en la bolsa de valores y auditoría externa.

La estructura contempla un fondo rotativo por USD 20,000, que debe ser repuesto semanalmente si hubiere disminuido de su valor base y no hubiere sido repuesto previamente por el Originador.

Si por cualquier causa no fuera posible reponer el fondo rotativo con los flujos del Fideicomiso, el Originador estará obligado a hacerlo dentro de los

tres días hábiles posteriores a la fecha en que la Fiduciaria así lo haya solicitado mediante simple carta.

En la práctica, todos los egresos operativos del Fideicomiso son facturados por reembolso a CFN por lo que el fideicomiso no contabiliza ningún gasto. No obstante, para escenarios elevados de calificación la calificadora considera la capacidad del Fideicomiso de cubrir todos sus egresos operativos de forma independiente.

En el modelo de flujos analizado se considera una proyección mensual de gastos operativos fijos por un monto de USD 9,142 mensuales, que considera un estrés de 20% así como el incremento del IVA.

Sensibilizaciones al flujo de caja

El análisis de la capacidad de pago de la titularización se realiza modelando los flujos proyectados del Fideicomiso, así como las obligaciones que este deberá cumplir dentro de los plazos establecidos, bajo distintos escenarios de estrés.

La principal fuente de recursos del Fideicomiso es el portafolio de inversiones, cuyos flujos se modelan, ajustándolos por distintos niveles de pérdida, de acuerdo a la calificación asignada.

En función de las características del portafolio, la pérdida utilizada para un escenario AAA fue de 38.99%. La calificadora asume una curva que determina el momento en que se generan las pérdidas del portafolio.

El flujo mensual ajustado, una vez restados los gastos operativos proyectados, se aplica de acuerdo al orden de prelación establecido, para el pago de capital e intereses de los valores colocados en función de su tabla de amortización. Adicionalmente, se considera el hecho de que el rendimiento de los flujos que se reinviertan se devolverán al Originador.

El exceso de interés, el alto nivel de sobrecolateral y una liquidez holgada son los mecanismos que permiten que la estructura muestre fortaleza incluso en niveles de estrés elevados.

Evolución de la Titularización

Evolución de la Emisión

Se han colocado títulos con un capital agregado de USD 43.98 millones. Puesto que el plazo de oferta pública y su prórroga ha concluido, este valor no se incrementará en el futuro.

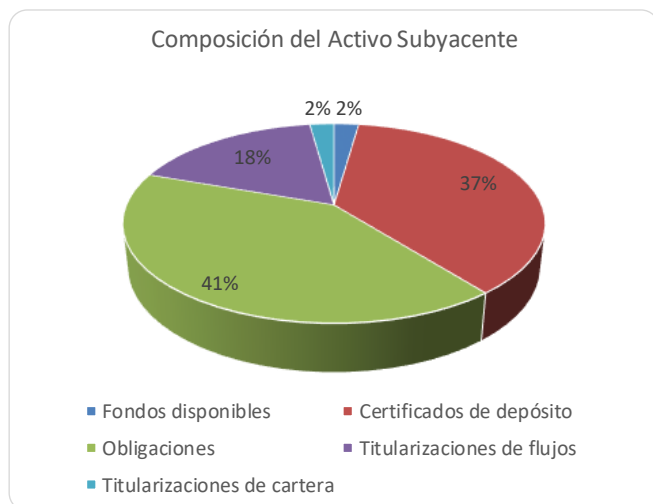
Desde la fecha de emisión hasta la fecha de corte de este informe se ha amortizado el 40.5% del capital efectivamente colocado, en función de su tabla de amortización.



Características de la Emisión	
Monto autorizado (USD)	84,000,000
Monto colocado (USD)	43,980,000
Saldo de capital (USD)	26,177,499
Plazo original	1440 días
Fecha Emisión	23-sep-14
Fecha Vencimiento	23-sep-18
Amortización Capital	trimestral
Amortización Interés	trimestral
Tasa de cupón	6.75% fija
Base cálculo intereses	30/360
No. Resolución aprobatoria	SCV.IRQ.DRM V.2014.2790
Fecha aprobación	18-jul-14

Evolución del activo de respaldo

La fuente de repago de los títulos emitidos provendrá principalmente de los flujos que generen los activos financieros del Fideicomiso detallados en este informe como *el portafolio*, cuyo saldo a agosto-2016 se detalla a continuación:

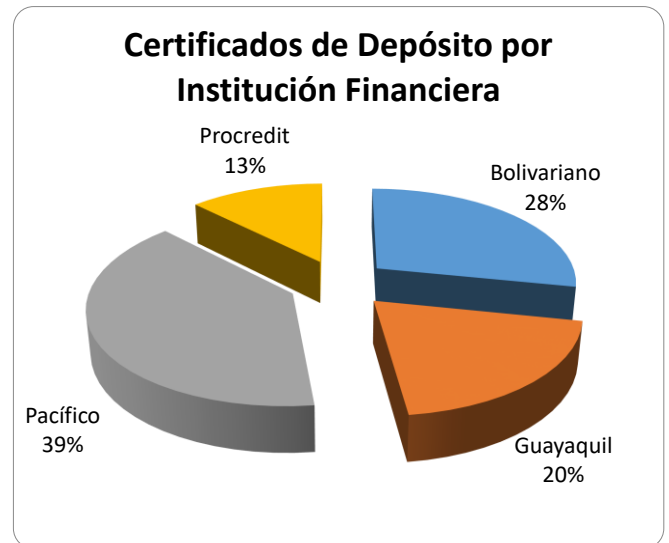


El 100% del portafolio se encuentra en instituciones locales, en cuentas e inversiones denominadas en dólares de los Estados Unidos de América.

Los fondos disponibles están depositados en Banco Pacífico, institución calificada en AAA- por BankWatch Ratings, y en menor proporción en el Banco Central del Ecuador.

Los certificados de depósito vencen el 21 de septiembre del 2016, 2 días antes del próximo dividendo de los valores emitidos por el Fideicomiso y se encuentran en cuatro instituciones financieras importantes a nivel nacional. Procredit, Bolivariano y Pacífico mantienen una calificación global de AAA- en escala local otorgada por BankWatch Ratings, y Banco

Guayaquil tiene una calificación de AAA- de la empresa Pacific Credit Rating.



Fuente: Fiduecuador. Elaboración: BWR

La política de inversión cumple con lo indicado en el contrato del Fideicomiso, respecto a que, “el Originador instruirá a la Fiduciaria sobre la apertura de una o varias cuentas bancarias para la operación de la cuenta del Fideicomiso, en un banco operativo de Ecuador que cuente con calificación de riesgo local de al menos AA+. La liquidez podrá destinarse a inversiones en una institución financiera con la misma calificación mínima, en instrumentos financieros y en términos y condiciones que brinden seguridad, rentabilidad y liquidez al Fideicomiso.”

Por el perfil de las instituciones financieras y el corto plazo de estas inversiones, su riesgo de crédito se considera bajo.

De los fondos disponibles y certificados de depósito (USD 21.4 millones), USD 15.2mm corresponden al Fondo de Acumulación, USD 3.2mm a la provisión del próximo dividendo trimestral, USD 380 mil al Depósito de Garantía y USD 423 mil a ingresos financieros por entregar al Originador. La diferencia correspondería principalmente al exceso de los flujos recaudados de las obligaciones y titularizaciones fideicomitadas, después de cubrir las obligaciones del Fideicomiso, y que de acuerdo a lo que se indica en hechos relevantes, no se devolverán al Originador.

La porción restante del portafolio está compuesta por 68 emisiones de obligaciones, 11 titularizaciones de flujos y una titularización de cartera.

Pese al bajo número de emisores/originadores (53), el portafolio se encuentra diversificado, con excepción de la inversión en la Titularización de Flujos Futuros Decameron Ecuador, que representa el 18.9% del conjunto de obligaciones y titularizaciones.

Obligaciones y Titularizaciones	
Emisor / Originador	Participación
Fid. Titularización Flujos Futuros Decameron Ecuador	18.93%
ECOGAL	7.42%
FISA	5.47%
Continental Tire Andina	5.36%
Industrias Ales	4.36%
Extractora Rió Manso	4.22%
Liris S.A.	4.17%
Fid. Titularización Flujos Edesa	3.84%
Reybanpac	3.79%
Fid. Primera Titul. Cartera Comercial Pymes Procredit	3.63%
Omarsa	3.03%
Otros 42 emisores (menor a 3%)	35.78%

El portafolio muestra así mismo una diversificación moderada por actividad económica. Las actividades con mayor participación están relacionadas con hotelería, manufactura de artículos varios y el sector agropecuario.

Actividad	Participación
Industrial	25.3%
Hotelero	18.9%
Industrial - Aceites	9.0%
Industrial - Pesquera	8.0%
Transporte	7.4%
Comercial - Distribuidora	5.7%
Industrial - Agropecuario	4.5%
Financiero	3.6%
Industrial - Alimentos	3.0%
Agrícola	2.5%
Agropecuario	2.3%
Servicios	1.9%
Telecomunicaciones	1.8%
Industrial - Cables	1.2%
Comercial - Varios	1.0%
Otros (10 menores a 1%)	3.82%

Con respecto al riesgo de crédito, el 82.1% de los títulos mantiene una calificación pública de 'AA' o superior, lo que de acuerdo a la definición establecida legalmente ubicaría a esta porción en al menos una muy buena capacidad de pago. El 7.5% del portafolio se encuentra repartido en las categorías 'A+' y 'A', las cuales originalmente mantuvieron calificaciones públicas de 'AA-' o superior, pero sufrieron disminuciones posteriores. A la fecha de

corche no existen títulos en el Fideicomiso que mantengan cuotas vencidas.

Cabe indicar que desde la fecha de emisión hasta enero-2016 el Originador realizó cinco sustituciones de títulos cuya calificación había disminuido de calificación por debajo de la categoría 'A'; no obstante, a futuro dichos reemplazos dependerán de la voluntad de CFN, puesto que no existe obligación contractual de hacerlo.



Fuente: Fiduecuador. Elaboración: BWR

En función del análisis de la información pública de los distintos emisores y originadores, se concluye que en promedio los títulos del portafolio tienen una buena capacidad de pago. Las mayores divergencias entre las calificaciones públicas y las conclusiones del análisis interno de BWR se resumen en la siguiente tabla:

Emisión	Fid. De Titularización de Flujos Futuros Decameron Ecuador
Originador	Hoteles Decameron Ecuador S.A.
Exposición	USD 6,250,000 (18.9% de las obligaciones y titularizaciones)
Calificación pública actual	AAA (Class International Rating, 29 de julio de 2016)
Aspectos de preocupación	El terremoto del 16 de abril afectó fuertemente a la ocupación proyectada de Decameron Mompiche, que bajó de 85% a 30% aproximadamente. La cobertura de los flujos que ingresan al Fideicomiso respecto a los dividendos por pagar a los inversionistas es cercana a 1 vez, lo que deja poco margen de maniobra ante caídas mayores. La titularización goza de fianza solidaria de su Originador, el cual a tenido resultados negativos en 3 de los últimos 4 años, mantiene un endeudamiento elevado en relación a su generación, y una baja capitalización. El terremoto ha afectado los resultados y el EBITDA del 2016, que son negativos.

Emisión	Primera Emisión de Obligaciones
Originador	Frutera del Litoral Cia. Ltda.
Exposición	USD 810,000 (2.5% de las obligaciones y titularizaciones)
Calificación pública actual	AA (Class International Rating, 26 de mayo de 2016)
Aspectos de preocupación	El 15 de agosto de 2016 el emisor incumplió con el pago de los dividendos de la segunda emisión de obligaciones, lo que denota una mínima capacidad de pago del emisor con respecto a sus obligaciones.

Fuente: Últimos Informes de calificación, hechos relevantes BVQ



La duración de las obligaciones y titularizaciones es en promedio de 1.3 años, mientras que la de los valores emitidos por el Fideicomiso es de 1 año; por tanto se aprecia un calce adecuado que protegería al Fideicomiso de riesgos de liquidez.

Por último, el rendimiento promedio del portafolio de obligaciones y titularizaciones es 8.36%, mayor que la tasa por pagar de los títulos vigentes (6.75%), razón por la cual se esperaría que en el tiempo el margen de interés permita que la cobertura del Fideicomiso se incremente. El 100% de estas inversiones tienen tasa fija, al igual que los títulos emitidos, por lo que el margen de interés se encontraría protegido de variaciones en las tasas de mercado.

Corporación Financiera Nacional BP (Originador)

Corporación Financiera Nacional B.P. banca de desarrollo del Ecuador (CFN), es una institución financiera pública, encargada de canalizar productos financieros y no financieros alineados al Plan Nacional del Buen Vivir hacia el sector productivo. Su gestión está enmarcada dentro de los lineamientos de los programas del Gobierno Nacional. Cuenta con 853 empleados y con una red de oficinas Sucursales a nivel nacional; su matriz está en Guayaquil y su sucursal mayor en Quito.

Fue creada el 11 de agosto de 1964, aunque a lo largo del tiempo por medio de leyes y reformas se ha modificado su estructura y funcionamiento. Actualmente opera bajo la Ley Orgánica de la Corporación Financiera Nacional de Octubre de 2006, y reformada mediante Decreto Ejecutivo 868 del 25 de enero de 2016, donde cambia su denominación por Corporación financiera Nacional B.P. y se reorganiza como una persona jurídica de derecho público, que forma parte del sector financiero público, con autonomía administrativa, financiera y presupuestaria.

El Estado ecuatoriano es el propietario de la CFN, y desde nov-2011 esta mantiene la propiedad del 100% de las acciones del Banco Pacífico, segundo grupo financiero más grande del Ecuador. Además la institución mantiene inversiones en acciones, que representan 18.55% de su activo bruto a ago-2016, que corresponden a intereses en diversas industrias. No consolida estados financieros con Banco Pacífico ni sus subsidiarias, pero es responsable de la administración del grupo financiero y del cumplimiento de las normas de control de riesgos, solvencia y prudencia financiera.

Si bien CFN dispone de autonomía operativa y no depende del Presupuesto General del Estado, se beneficia de la captación de inversiones de entidades estatales y del sistema financiero privado, garantía

de depósitos, seguridad social y aportes o donaciones de bienes públicos.

El Directorio de CFN es el máximo organismo de la institución y está integrado así: un representante del Presidente de la República, que lo preside; el titular de la secretaría de Estado a cargo de la política económica; el titular de la secretaría de Estado a cargo de la producción, empleo y competitividad; el titular de la secretaría de Estado a cargo de la industria y de la productividad; y el titular de la secretaría de Estado a cargo de la agricultura, ganadería, acuicultura y pesca. El Directorio delega la gestión operativa en la Gerencia General, quien asiste a las reuniones de Directorio con voz pero sin voto.

La organización funcional es por procesos y su estructura es revisada por el Ministerio de Relaciones Laborales y Ministerio Coordinador de la Política Económica. Acorde a principios de Gobierno Corporativo, la Gerencia hace su rendición de cuentas periódica, la cual es pública por su índole estatal. En consecuencia con su naturaleza, la planificación estratégica se estructura considerando los objetivos del plan de Gobierno Central.

CFN cuenta con una plana directiva y administrativa conformada por profesionales con perfil financiero y experiencia en la gestión bancaria, reflejándose positivamente en la consecución de objetivos, definición de estrategias y en el desempeño financiero de la Institución, evidenciado en la estabilidad de sus indicadores.

Debido a que el activo generador de los flujos titularizados es el portafolio que se encuentra transferido al Fideicomiso, la capacidad de generar flujos esperados se encuentra independizada de la capacidad de pago del Originador. Dicho esto, CFN mantiene una operación positiva, que a ago-2016 generó utilidades por USD 69MM. Los ingresos netos por intermediación financiera representan al corte del análisis el 62.4% de los ingresos operativos netos mientras que el 33.5% son utilidades en acciones y participaciones, en su mayoría provenientes de su participación en Banco Pacífico.

Fiduecuador S.A. (Agente de Manejo)

Fiduciaria Ecuador Fiduecuador S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, se constituyó en 1999, fue autorizada para operar fondos y negocios fiduciarios en el año 2000, y desde el 2002 se encuentra autorizada para actuar como agente de manejo en procesos de titularización. Su nombre actual responde al cambio de denominación y reforma del estatuto social realizado en julio de 2009.

En nuestro criterio, la Fiduciaria de la presente titularización cuenta con la capacidad y recursos técnicos necesarios para desempeñar su gestión adecuadamente.

Los Directores Principales de la empresa tienen una preparación académica adecuada y larga trayectoria en el sector financiero y de capitales, lo cual se considera positivo. Tanto el Gerente como la plana ejecutiva está conformada por profesionales con conocimiento y experiencia en las labores que desempeñan, y trabajan varios años en la institución.

En relación a su capacidad técnica, utiliza el sistema Gestor Fiducia Fondos, aplicativo modular, altamente parametrizable, especializado en administración fiduciaria, acorde a lo que realiza la empresa.

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.

La Corporación Financiera Nacional ha originado tres titularizaciones de flujos desde el año 2011, y a la fecha de corte están vigentes dos. Además de la estructura que se analiza en el presente informe, la otra titularización y su calificación pública se detallan a continuación:

Valores	Fecha última calificación	Calificadora actual	Última calificación
Titularización Cartera de Crédito Productivo 01	ago-16	Class	AAA

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 2016.