



Ecuador
Primer Seguimiento

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:

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

Andrea Coronel
(5932) 226 9767 ext. 108
acoronel@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener 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 0.89 veces el saldo de los títulos colocados, el Fideicomiso mantiene fondos disponibles y certificados de depósito de corto plazo, que cubren en 125.1% 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 36 emisores u originadores, la inversión más importante representa el 23.6% 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 calificadora 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 febrero 2017, 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 retos 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.

La tabla a continuación muestra los datos previsionales del BCE en cuanto al comportamiento de la oferta y utilización de bienes y servicios desde el 2015 y la previsión para el 2017.

OFERTA Y UTILIZACIÓN FINAL DE BIENES Y SERVICIOS			
Tasas de variación (a precios de 2007)			
Variables/ Años	2015 (prov)	2016 (prev)	2017 (prev)
PIB (pc)	0.2	-1.7	1.4
IMPORTACIONES	-8.6	-21.2	6.9
OFERTA FINAL	-1.9	-6	2.4
CONSUMO FINAL TOTAL	0	-2.1	-0.5
Administraciones Públicas	0.6	-2.6	1.1
Hogares	-0.1	-2.0	-0.8
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO TOTAL	-5.9	-9.8	-5.2
EXPORTACIONES	-0.4	-8.2	11.9
DEMANDA FINAL	-1.9	-6.0	2.4

fuentes BCE, elaboración BWR

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. Para el 2016 su previsión (aún no hay cifras definitivas) es una contracción de -1.7%, un crecimiento negativo por primera vez en 17 años. Las previsiones de otras fuentes de opinión en cuanto al comportamiento del 2016 difieren de las del BCE y son: FMI -2.3%, Banco Mundial, -2% y CEPAL -2%.

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 se mantiene alto. El financiamiento del



Gobierno proviene de préstamos externos principalmente, pero también de recursos captados localmente de las entidades de seguridad social, BCE y de ajustes tributarios al sector privado.

Durante los últimos dos años, el Gobierno logró recuperar su acceso a fuentes de financiamiento externo como son el FMI y el mercado de “bonos globales” además de haber accedido a nuevos préstamos de la China. También ha tomado algunas decisiones y ha emitido decretos para aliviar la presión de su caja. Entre ellos están el que elimina el aporte obligatorio del Estado al IESS para las pensiones, la desinversión de los fondos de los aportantes al IESS para cubrir pago de pensiones corrientes y el desconocimiento de la deuda del Estado al IESS.

La inflación anual entre febrero - 2016 y febrero - 2017, fue de 0.96%, indicador bajo que refleja la restricción de la demanda de bienes y servicios en la economía. Entre los sectores económicos más afectados están el sector de la construcción y el de manufactura, sectores especialmente sensibles a la situación del entorno macroeconómico.

El desempeño de la inflación es la consecuencia de los ajustes que debieron hacerse tanto en el sector público como en el sector privado, los mismos que han influido para incrementar el desempleo y el subempleo durante el último año y por tanto en la capacidad adquisitiva de la población y del Estado.

La oferta y demanda final de bienes y servicios se ha visto contraída desde el 2015, pero esta contracción fue especialmente importante durante el 2016, año en el que se redujo en 6% según la previsión del Banco Central.

Perspectiva 2017

Según algunos analistas, el comportamiento de la economía podría mostrar signos de pequeña convalecencia en el 2017, dependiendo del comportamiento del precio del petróleo y de la habilidad del Gobierno de seguir consiguiendo préstamos. La profundidad de la crisis y el tiempo que dure la recesión dependerán precisamente del financiamiento externo y de las medidas económicas y financieras que adopte la administración del país.

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 alcanzará un crecimiento del 1.5%. El Banco Mundial prevé un crecimiento de 0.8% para 2017 y la CEPAL de 0.3%. Según la tabla expuesta, la previsión del BCE es

que la economía alcance en el 2017 un crecimiento del 1.4%.

A principios de año el precio del petróleo se fortaleció (de USD43/b a mediados de noviembre a USD53-54/b durante los dos primeros meses del año) como consecuencia del acuerdo de la OPEP y otros países para reducir la producción y absorber el exceso de petróleo en el mercado. En marzo sin embargo, el precio volvió a caer (USD47/b al 23 de marzo) ante la evidencia de que la producción del petróleo de esquistos es rentable al nuevo precio. El acuerdo se irá desvaneciendo.

La perspectiva es que el precio del petróleo se debilite, por lo que el Ecuador difícilmente podrá contar con mayores ingresos petroleros en un futuro previsible. Se espera que el precio del barril ecuatoriano se mantenga igual que en el 2015, alrededor de USD42/b, que la producción se reduzca con respecto a ese año pero que supere la del 2016.

El alza de la inflación en EE.UU (2.7% anual a febrero-2017) frente al Ecuador que tiene una muy baja inflación (0.96% anual a febrero-2017) permitiría que el país pueda recuperar parcial y lentamente su competitividad perdida en los últimos años frente a otros países de América Latina. Durante la última década los precios en el Ecuador subieron 25% en relación a los precios de Estados Unidos. Esta situación fue motivada por una política de sustitución de importaciones que obligó al consumo interno encareciendo la producción local.

De todos modos, la perspectiva para el resto del 2017 es que el USD se siga fortaleciendo y que la tasa de interés de la Reserva Federal de EE.UU llegue a 1.5% en el cuarto trimestre. En nuestra economía dolarizada, este factor debilita la competitividad.

Se esperaría que dos hechos importantes favorezcan al comercio exterior frente al desempeño del mercado local. El primero es que las exportaciones se beneficien por el acuerdo comercial con Europa, que entró en vigencia en este año. El primer trimestre del año da cuenta positiva del desempeño del sector, con exportaciones no petroleras que suben 14.5% interanual a enero-2017. El segundo es el levantamiento de las cuotas de los vehículos importados, lo cual según la Asociación Ecuatoriana Automotriz (AEA) promoverá un incremento del 30% a 82.000 unidades este año.

El Ministro de Política Económica Diego Martínez ha indicado que el plan del Gobierno es contraer nueva deuda entre interna y externa por USD7.700 millones en el 2017, de los cuales USD2.500 millones llegaron en enero y febrero. Adicionalmente el BCE le ha prestado al fisco, USD982 millones en lo que va del año, lo que resulta en una deuda total al BCE de

USD5.300 millones a febrero-2017, crecimiento anual de 155%, según Análisis Semanal.

El Informe de Quantum al 21 de marzo de 2017, indica que la deuda interna llega en febrero-2017 a USD13.384 millones lo que con respecto a diciembre 2016, es un incremento del 7% y con respecto a diciembre 2015, del 32%. Según la misma fuente, la deuda externa aumenta entre diciembre 2016, y febrero 2017 a USD26.500 millones lo que implica un crecimiento del 3.20% y desde diciembre 2015 del 32%. La misma fuente indica que el total de la deuda ecuatoriana está sobre el 47% del PIB.

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. Los cálculos del Gobierno son distintos a los expuestos en el párrafo anterior ya que no incluyen en la deuda del Estado aquellas asumidas con las instituciones financieras públicas, el BCE y el IESS. El cálculo oficial tampoco considera la deuda externa garantizada con petróleo.

El Gobierno sigue financiando su gestión con deuda, lo cual ha permitido disminuir la magnitud de la recesión. Pero a pesar de la liquidez inyectada en el sistema, la demanda por bienes y servicios del sector real de la economía sigue limitada. La incertidumbre del panorama político y económico promueve el ahorro de coyuntura en lugar del gasto y/o la inversión. Esto se refleja en la liquidez del sistema financiero y en el hecho de que la cartera de crédito crezca en una cuarta parte con respecto a lo que crecen los depósitos, forjando una reducción en la tasa que ofrece el sistema financiero para sus captaciones.

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. Los problemas del pago de la deuda y el riesgo de refinanciamiento se postergan para las próximas administraciones, al igual que su responsabilidad sobre la seguridad social pública.

Las elecciones presidenciales añaden incertidumbre al entorno operativo ecuatoriano. El rumbo que tome el país dependerá de quien gane las elecciones luego del proceso de impugnación existente. Las posiciones de los dos candidatos son diametralmente distintas tanto en cuanto a la situación actual del país como en cuanto a sus planes de administración.

El programa del candidato de Alianza País busca profundizar los cambios emprendidos por el actual Régimen, sosteniendo sus políticas y programas aunque no en toda su expresión. Para el candidato de CREO, el cambio es fundamental en todo sentido: político, económico y social; su plan de Gobierno

propone eliminar el déficit fiscal mediante la reducción del tamaño del Estado y fomentar un clima de confianza que promueva la inversión privada y la generación de empleo.

En el caso de que el candidato de CREO asuma la Presidencia de la República, la gobernabilidad del país representará un reto frente a la composición de la Asamblea 2017-2021, en la cual Alianza País consolidó la mayoría con el 55% de los escaños.
Fuente: Análisis Semanal, Quantum, BCE

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. Sí 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 calificador 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 23 emisores u originadores, que en conjunto representan el 92.2% del saldo por vencer. En el 7.8% 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 menor a su calificación pública. 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 13.35%, 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 13.35%.

Prepago de los títulos del portafolio

Existía únicamente un título del portafolio que venció el 21 de febrero del 2017 que contemplaba dentro de su prospecto la posibilidad de que si el emisor lo deseara, podía 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

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

La Fiduciaria, en calidad de representante legal del Fideicomiso, en su momento recibió físicamente los documentos de crédito, y la propiedad de los documentos ha sido transferida al fideicomiso sin reserva de ninguna clase.

Un resumen de las principales características de la estructura puede encontrarse en el informe de calificación inicial disponible en nuestra página web, www.bankwatchratings.com.

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 proyectados del portafolio, 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 anual 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)	17,897,720.70
Índice de desviación según estructuración Financiera	0.4180%
Desviación de flujos según estructuración financiera	74,812.47
Fondo de garantía	380,403.65
Cobertura índice de desviación (veces)	5.08

Si bien el flujo a pagar de títulos colocados es de USD 22.49MM, 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 (13.35%), con el activo subyacente del Fideicomiso:

Mejora Crediticia de la Titularización	
Recursos Líquidos (fondos disponibles y certificados de depósito)	25,894,047.81
Portafolio de obligaciones y titularizaciones (Capital)	23,278,525.76
A. Subtotal activo subyacente	49,172,573.57
B. Saldo de títulos colocados (capital)	20,696,130.22
Mejora Crediticia (A - B)	28,476,443.35
Cobertura de pérdida base (veces)	4.34

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 744M adicionales. 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 los flujos recaudados, esperamos que la cobertura porcentual muestre una tendencia a incrementarse en el tiempo.

La liquidez que mantiene el Fideicomiso representa el 125% 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 reemplazara 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 evalúa 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 9,565 mensuales, que considera un estrés de 20% así como el IVA de 14%.

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 45.26%. 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

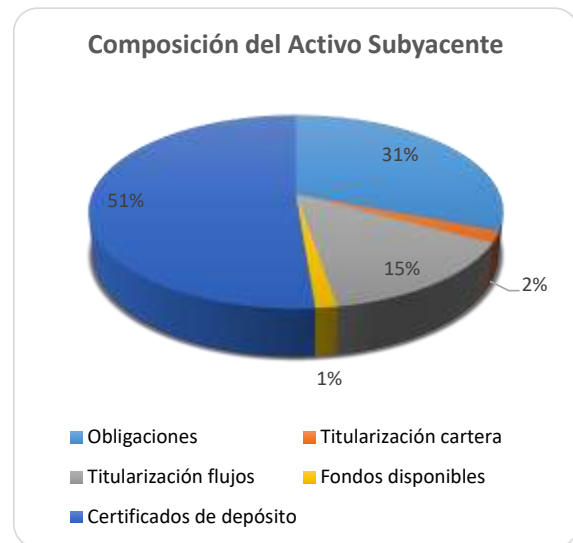
Se han colocado títulos con un capital agregado de USD 43.98 millones. Puesto que el plazo de oferta pública y su prórroga ha concluido, este valor no se incrementará en el futuro.

Desde la fecha de emisión hasta la fecha de corte de este informe se ha amortizado el 47.1% 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)	20,696,130
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, referidos en este informe como *el portafolio*, cuyo saldo a febrero-2017 se detalla a continuación:

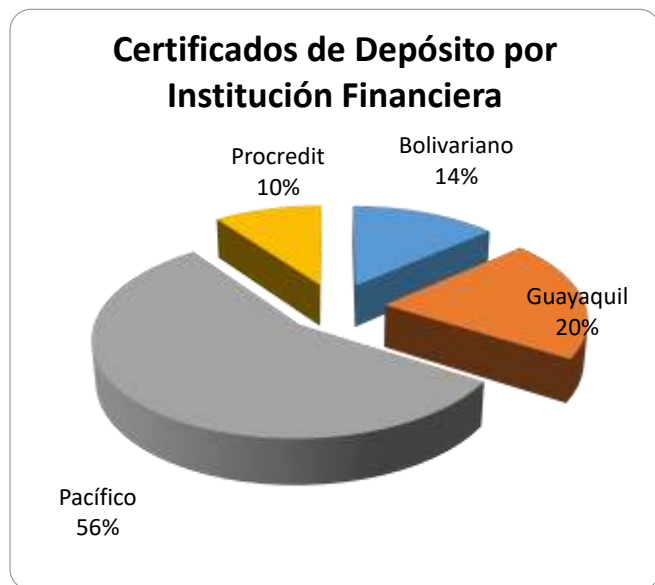




El 100% del portafolio se encuentra en instituciones locales, en cuentas e inversiones denominadas en dólares de los Estados Unidos de América.

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 22 de marzo del 2017, 9 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 25.9 millones), USD 15.15mm corresponden al Fondo de Acumulación, USD 3.2mm a la provisión del próximo dividendo trimestral, y USD 380 mil al Depósito de Garantía. El Fideicomiso registra una

cuenta por pagar al Originador que asciende a USD 296 mil, correspondiente a intereses generados por los certificados de depósito, de éstos según información entregada por el Fideicomiso se transfirieron USD 148 mil en el mes de marzo a la cuenta de la CFN.

La porción restante del portafolio está compuesta por 44 emisiones de obligaciones, 6 titularizaciones de flujos y una titularización de cartera.

Pese al bajo número de emisores/originadores (36), el portafolio se encuentra diversificado, con excepción de la inversión en la Titularización de Flujos Futuros Decameron Ecuador, que representa el 23.6% del conjunto de obligaciones y titularizaciones.

Emisor/Originador	Participación
Fid. Titularizacion Flujos Futuros Decameron Ecuador	23.6%
ECOGAL	7.9%
FISA	6.8%
Industrias Ales	5.3%
Liris S.A.	5.2%
Extractora Río Manso	5.0%
Fid. Primera Titul. Cartera Comercial Pymes Procredit	3.9%
Continental Tire Andina	3.7%
Omarsa	3.4%
Asiservy	3.4%
Reybanpac	3.2%
Fid. Titularizacion Flujos Edesa	3.1%
Storeocean	3.1%
Otros 23 emisores (menor a 3%)	22.4%

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
Hotelero	23.6%
Industrial	23.6%
Industrial - Aceites	10.5%
Industrial - Pesquera	8.6%
Transporte	7.9%
Industrial - Agropecuario	5.4%
Financiero	3.9%
Comercial - Distribuidora	3.9%
Agrícola	2.7%
Industrial - Alimentos	2.6%
Agropecuario	2.1%
Industrial - Cables	1.3%
Telecomunicaciones	1.1%
Otros (10 menores a 1%)	2.8%

Con respecto al riesgo de crédito, el 90.8% 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 9.2% 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 corte no existen títulos con cuotas vencidas en el Fideicomiso.

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.

La duración de las obligaciones y titularizaciones es en promedio de 1.2 años, mientras que la de los valores emitidos por el Fideicomiso es de 0.8 años; el pequeño descalce está cubierto holgadamente con los fondos disponibles y certificados de depósito a corto plazo, por tanto no se aprecian riesgos de liquidez.

Se estima que existe un margen financiero neto cercano al 1.4% ya que el rendimiento que genera el portafolio de obligaciones y titularizaciones es superior al interés por pagar de los títulos. Conforme el portafolio se vaya recaudando, este margen irá disminuyendo.

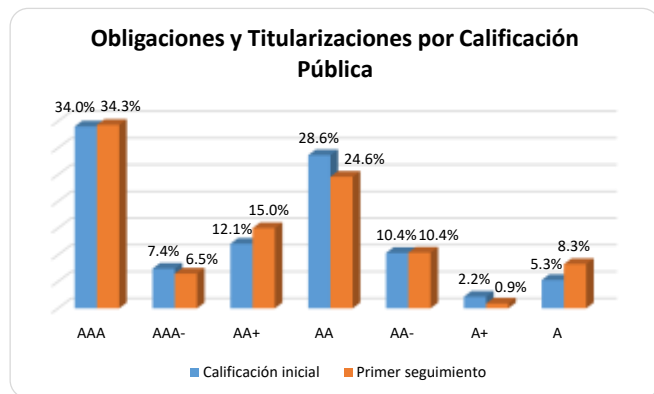
**Corporación Financiera Nacional BP
 (Originador)**

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 20.47% de su activo bruto a feb-2017, 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.

La CFN dispone de autonomía operativa y no depende del Presupuesto General del Estado. Capta recursos colocando títulos en el mercado de valores para inversionistas públicos y privados, y realizando operaciones de financiamiento con entidades del exterior.



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
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

Fuente: Últimos Informes de calificación, hechos relevantes BVQ

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 Trabajo. Acorde a principios de Gobierno Corporativo, expedidos por la Superintendencia de Bancos, 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 feb-2017 generó utilidades por USD 25MM. Los ingresos netos por intermediación financiera representan al corte del análisis el 47.73% de los ingresos operativos netos mientras que el 51.2% 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. De estas, la una se analiza en el presente estudio, y la información de la segunda se detalla a continuación:

Valores	Fecha última calificación	Calificadora actual	Última calificación
Titularización Cartera de Crédito Productivo 01	feb-17	Class	AAA

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 dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. 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 y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar 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 son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o 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, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. 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 de ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener títulos. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún título para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. . ©® BankWatch Ratings 2017.