

Ecuador
Calificación Global

INTERDIN S.A. Emisora y Administradora de tarjetas de crédito

Calificación

2012	2013	Jun-2014
AAA-	AAA-	AAA-

Perspectiva: Estable

Definición de la calificación:

“La situación de la institución financiera es muy fuerte y tiene una sobresaliente trayectoria de rentabilidad, lo cual se refleja en una excelente reputación en el medio, muy buen acceso a sus mercados naturales de dinero y claras perspectivas de estabilidad. Si existe debilidad o vulnerabilidad en algún aspecto de las actividades de la institución, ésta se mitiga enteramente con las fortalezas de la organización”.

Resumen Financiero

En USD Millones	jun-13	jun-14
Activos	88.9	121.1
Patrimonio	32.3	45.5
Resultados	5.1	5.8
ROE (%)	34.14%	27.49%
ROA (%)	11.92%	10.36%

Contactos:

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

Ana Zurita
(5932) 226 9767; Ext. 113
azurita@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

Calificación Local. La calificación otorgada 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 incorpora los riesgos del entorno económico y riesgo sistémico que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo crediticio de las instituciones del sistema.

Adecuado soporte de la cabeza del Grupo. Diners Club del Ecuador cuenta con la capacidad económica y técnica suficiente para respaldar a Interdin y está legalmente comprometido a asumir las pérdidas que pudieran generarse por ser su subsidiaria. Por otro lado, Interdin representa un negocio estratégico para Diners que le permite abarcar otros nichos de mercado, motivo por el cual se presume el interés comercial del accionista para que Interdin continúe como negocio en marcha. La perspectiva de un comportamiento estable del negocio de Diners se mantiene en el corto plazo.

Revisión de la estrategia. Desde este trimestre Interdin empezó a administrar una porción de la cartera que origina modificando su estructura financiera. El mayor riesgo de los activos en su balance individual es contrarrestado mediante bajos índices de morosidad, una cobertura de provisiones adecuada y el fortalecimiento patrimonial.

Sólida rentabilidad operativa. Mayores gastos operativos y en provisiones implican menores índices de rentabilidad operativa respecto a su historia, sin embargo éstos continúan siendo sólidos en relación a otras instituciones financieras. El desarrollo de negocios complementarios en Interdin permitió contrarrestar el impacto de algunas regulaciones que han recaído sobre los ingresos financieros del sistema. La rentabilidad de la cartera generará un aporte interesante de ingresos al negocio en los próximos períodos.

Posición de liquidez holgada. La administración del ciclo operativo del negocio contribuye a atenuar el riesgo de liquidez, que es bajo en comparación a otras instituciones financieras debido a que Interdin no capta depósitos del público. La cobertura de activos líquidos sobre pasivos de corto plazo se mantiene holgada frente a la necesidad de liquidez de la institución y está respaldada por una mejor estructura de calce de plazos en el balance.

Capitalización robusta. El soporte patrimonial del accionista mayoritario se refleja en los aumentos de capital que se han realizado anualmente. Los índices de capitalización mejoran en el trimestre apoyados por el fortalecimiento de las reservas, el aporte de las provisiones al capital libre y una nueva resolución que flexibilizó el cálculo de la ponderación por riesgo de los contingentes.

Perspectiva de la Calificación. La calificación mantiene una perspectiva estable. Bajo circunstancias actuales y parámetros previsibles no esperamos cambios en la calificación en el mediano plazo, sin embargo la perspectiva podría cambiar si nuevas leyes y regulaciones afectan negativamente la gestión operativa y/o el negocio en marcha de la institución.

Títulos de deuda. Interdin S.A. no se encuentra inscrito en el Registro del Mercado de valores y por tanto no tiene ninguna emisión en circulación.

Hechos Relevantes del Grupo Financiero

- No hay hechos relevantes de la institución o del Grupo que deban mencionarse a la fecha de corte de este informe.

Aspectos Evaluados en la Calificación

La calificación asignada refleja los factores crediticios específicos de la institución y la opinión de la calificadora con respecto a la posibilidad de recibir soporte externo en caso de requerirlo. El marco de la calificación considera los siguientes factores claves: Ambiente operativo, Perfil de la institución, Administración, Apetito de riesgo y el Perfil financiero.

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

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

Al cierre del primer trimestre del 2014, el PIB inter-anual creció en 4.9%, que implica una desaceleración frente a periodos anteriores, sin embargo, mayor a las proyecciones de crecimiento promedio de Latinoamérica. La estimación de crecimiento para el 2014 por parte del Banco Central es del 4%. El crecimiento actual, se apoya principalmente en un importante crecimiento de las exportaciones en lo que va del año y una sostenida actividad en el consumo de hogares.

La balanza comercial a junio 2014 mantiene superávit por segundo mes consecutivo. La desaceleración del crecimiento de importaciones, influenciado por las medidas de restricción implementadas el año pasado, y el crecimiento de exportaciones, dado principalmente por el aumento internacional del precio del camarón, apoyaron la tendencia de la balanza comercial positiva.

En lo que va del año, la inflación y desempleo muestran tendencia a incrementarse. Así, la inflación anual a julio-2014 llega a 4.11%, que representa una tasa de variación mensual de 0.44 puntos porcentuales.

Por su parte el desempleo a junio-2014 alcanza el 5.72% que representa una variación trimestral de 0.14 puntos porcentuales. El nivel actual de desempleo es el más alto desde el segundo trimestre del 2011.

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

Marco Regulatorio

BWR considera que la aprobación del Código Monetario Financiero significará que en el mediano plazo existan modificaciones importantes a la estructura del sistema financiero ecuatoriano. El impacto real de muchos de los cambios se estima no será evidenciado en el corto plazo, debido al tiempo que tomará la creación de normativa secundaria que determine la parte operativa de los cambios expuesto en el Código.

La definición final de la normativa secundaria puede cambiar radicalmente la percepción de riesgo del sistema financiero y de la economía. Mientras más tiempo demore la transición entre la normativa actual hacia el nuevo Código, potencialmente podría aumentar la percepción del riesgo sistémico.

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

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

Consideramos que el Código en el corto plazo no representa un riesgo importante en el sistema financiero ecuatoriano, sin embargo, los impactos se podrán revisar conforme se expida la normativa secundaria y el Código tenga una sociabilización mayor a nivel nacional. Por ende, consideramos que el impacto del nuevo Código en la economía ecuatoriana en el corto plazo es limitado; no

obstante, a futuro los riesgos podrían incrementarse, en especial en relación a la liquidez, si el Gobierno no encuentra fuentes de fondeo para el gasto de inversión proyectado o si los ingresos generados por el petróleo se reducen sustancialmente.

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

Perfil de la Institución

Interdin desarrolla su actividad como emisora y administradora de tarjetas de crédito y es subsidiaria directa de la sociedad financiera Diners Club del Ecuador. La operación de Interdin constituye una estrategia del Grupo para facilitar el acceso a otros nichos de mercado permitiendo abarcar todos los tipos de crédito: corriente, diferido y rotativo.

Posicionamiento e imagen

El sistema está conformado por dos compañías autorizadas para operar en el país como emisoras y administradoras de tarjetas de crédito: Pacificard (Grupo Pacífico) e Interdin (Grupo Diners Club). Ambas instituciones compiten en los tres segmentos de negocio: emisión, procesamiento y adquisición de tarjetas.

En relación al negocio de **emisión**, Pacificard e Interdin forman parte del mercado junto a 14 bancos privados que pueden emitir tarjetas de las marcas internacionales VISA y Mastercard, un solo banco que emite tarjetas American Express, y la sociedad financiera que emite la tarjeta Diners Club. En menor porcentaje participa una tarjeta de marca local (Cuota Fácil) que emite el Banco Solidario (antes Unibanco).

El mercado por marcas y emisores está cubierto en un 80% por los cuatro participantes principales, de los cuales Diners Club del Ecuador (DCE) es el que mantiene el liderazgo en facturación, siendo emisor exclusivo en el Ecuador de las marcas Diners Club y Discover. Le sigue Pacificard que maneja las marcas VISA y Mastercard. Interdin opera únicamente con la marca VISA y participa con alrededor del 4% de la facturación total del mercado.

Pacificard es líder en la facturación de la **tarjeta MasterCard**, al tener el 56% de la facturación total de esta marca en el 2012; seguido por Banco Pichincha con 20%, y Produbanco que llegó al 13%. En relación a la **marca VISA**, el líder es el Banco Pichincha, con 32% de la facturación, Pacificard mantiene un 19%, Interdin el 14%, y el restante 35%

está distribuido entre los otros emisores.

Diners Club del Ecuador y Pacificard lideran el negocio de **adquiere**ncia, medido en este análisis a través de la comisión de intermediación entre el emisor y los establecimientos comerciales afiliados, que son los que registran los pagos con tarjetas de crédito. El posicionamiento en esta rama está ligado a la presencia de las marcas y de los emisores en el mercado, la cobertura de la red en función de la cantidad de puntos comerciales con dispositivos electrónicos habilitados para el cobro con tarjetas, y los convenios con los establecimientos.

Las marcas Diners Club, American Express y Cuota Fácil, tienen definido un único adquirente en el país, las otras dos marcas: VISA y Mastercard, dividen el negocio entre los diferentes emisores. Interdin trabaja con 43,271 establecimientos afiliados a nivel nacional, a los que el universo de clientes VISA acceden para realizar sus transacciones comerciales.

En este primer semestre del 2014 Interdin ha emitido más de 25 mil tarjetas nuevas, es decir el equivalente al 87% del total de tarjetas colocadas el año anterior. Interdin tiene alrededor de 124 mil tarjetas en circulación, mientras que la cabeza del Grupo supera las 426 mil, ambas marcas se procesan en el mismo punto de venta.

En cuanto al **procesamiento** de tarjetas, propias y de terceros, este negocio está principalmente cubierto por las dos empresas administradoras de tarjetas (Pacificard e Interdin), y un tercer miembro que es Credimatic, empresa auxiliar del sistema, controlada por la Superintendencia de Compañías, cuyos clientes y accionistas principales son los Bancos Bolivariano, Internacional y Produbanco.

En los tres segmentos, la demanda hace selecciones basadas en precios, servicio y relaciones institucionales, por lo que es un reto para Interdin profundizar su participación en todos los nichos de su negocio. La principal ventaja competitiva de Interdin es su capacidad tecnológica que permite soportar la transaccionalidad y sus procesos operativos. Interdin es dueño de su arquitectura tecnológica.

Modelo de negocios

Interdin cuenta con la autorización de VISA Internacional para emitir esta tarjeta de crédito, ofrece servicios de adquiere

la cabeza del Grupo quien se encarga de todos los procesos: colocación, atención, facturación y cobranza.

La actividad comercial de Interdin se sustenta en las sinergias con su accionista mayoritario y cabeza del Grupo Financiero Diners Club del Ecuador, quien a su vez mantiene alianzas estratégicas con el Grupo Financiero Pichincha, que es el más grande a nivel nacional. En ese sentido, la procedencia de buena parte de los ingresos de Interdin, vía venta de cartera y procesamiento, dependen de su matriz e instituciones financieras relacionadas.

Estructura del Grupo

La sociedad financiera Diners Club del Ecuador S.A.S.F. (DCE) es propietaria del 99.9% de las acciones de Interdin. Ambas instituciones forman parte del mismo Grupo y por lo tanto consolidan mensualmente su información financiera. Interdin no tiene participación accionaria en otras compañías.

De acuerdo con la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero¹, Diners Club del Ecuador como principal accionista de Interdin y cabeza del Grupo Financiero, tiene la responsabilidad de asumir las pérdidas patrimoniales que se generen en su subsidiaria, de ser el caso, hasta por el valor de sus propios activos.

Interdin administra únicamente el 7% de los activos del Grupo y su operación individual genera una sólida rentabilidad sobre activos y patrimonio. La contribución de la subsidiaria a la generación operativa es del 18% de los ingresos y alrededor del 23% de los resultados netos consolidados del Grupo antes de eliminaciones; información construida en base a los estados financieros del Grupo a jun-2014.

Diners Club se ha posicionado como la sociedad financiera de mayor tamaño en el país y por su desempeño mantiene la posición de líder en el mercado local. Consideramos que Diners Club cuenta con la capacidad financiera, la voluntad comercial y la obligación legal para soportar a Interdin como su subsidiaria. Diners Club del Ecuador sustenta una calificación de riesgo en escala local de “AAA-” otorgada por BankWatchRatings.

Evaluación de la Administración

Debido a su relación accionaria y comercial con Diners Club del Ecuador, la planificación de Interdin está sujeta a las estrategias, objetivos y

proyectos de la cabeza del Grupo Financiero. Interdin cuenta con profesionales independientes en su plana administrativa, mientras que el Directorio está conformado por representantes y ejecutivos de Diners Club del Ecuador S.A.S.F.

La alta gerencia y el equipo administrativo, tanto de Diners Club del Ecuador como de Interdin, han mostrado estabilidad en el tiempo, lo cual se ve reflejado positivamente en el desempeño financiero de ambas instituciones, viéndolo de manera individual y como Grupo.

Gobierno Corporativo

La cabeza del Grupo mantiene un reconocido prestigio en los círculos financieros, constituye soporte técnico y representa soporte financiero para Interdin. Los funcionarios de Interdin tienen experiencia en el ramo e intervienen activamente en la administración y en los diferentes comités de monitoreo, control, apoyo y vigilancia.

Como su principal accionista, Diners Club del Ecuador ha provisto un importante respaldo a la estructura patrimonial de Interdin, que se refleja en las capitalizaciones que se han realizado anualmente. En el 2014 se prevé una capitalización de alrededor del 52% de la utilidad generada el año anterior.

Objetivos estratégicos

El volumen de facturación más importante en los próximos años continuará proviniendo de los consumos con tarjeta Diners Club (actualmente representa el 89% de la facturación total del Grupo), sin embargo la Administración seguirá impulsando el crecimiento y diversificando los nichos de mercado mediante los consumos en VISA y Discover.

El plan estratégico institucional contempla el crecimiento orgánico del negocio enfocado hacia la diversificación de productos, venta cruzada y servicios que permitan generar fuentes adicionales y alternativas de ingresos. Algunos de los objetivos del Grupo constituyen: la ampliación del negocio de adquirencia de VISA, el empaquetamiento de productos, la reducción de costos operativos, mantener el posicionamiento y la presencia de las marcas, entre otras.

La estrategia de crecimiento en el segmento de adquirencia se relaciona con el desarrollo de ventajas competitivas que permitan incrementar el volumen de transaccionalidad, en función del cual se establece el precio de este servicio. En ese sentido, la ventaja comercial de Interdin constituye el número de establecimientos afiliados a nivel nacional y su capacidad tecnológica. Interdin cuenta con una plataforma tecnológica

¹ Título VI, De los Grupos Financieros, Art. 64.

actualizada y con la capacidad de soportar el volumen transaccional.

Presentación de Cuentas

El presente estudio se realizó en función de los estados financieros directos de Interdin al 30 de junio del 2014 y documentación e información remitida por la institución con la misma fecha de corte.

Las cifras comparativas de los años 2010, 2011, 2012 y 2013 fueron auditadas por la firma KPMG del Ecuador Cía. Ltda., cuyos informes no presentan salvedades respecto a la situación financiera que reflejan, en ninguno de los años analizados. Los estados financieros y la documentación analizada son de propiedad de Interdin S.A. y su contenido está bajo responsabilidad de sus administradores.

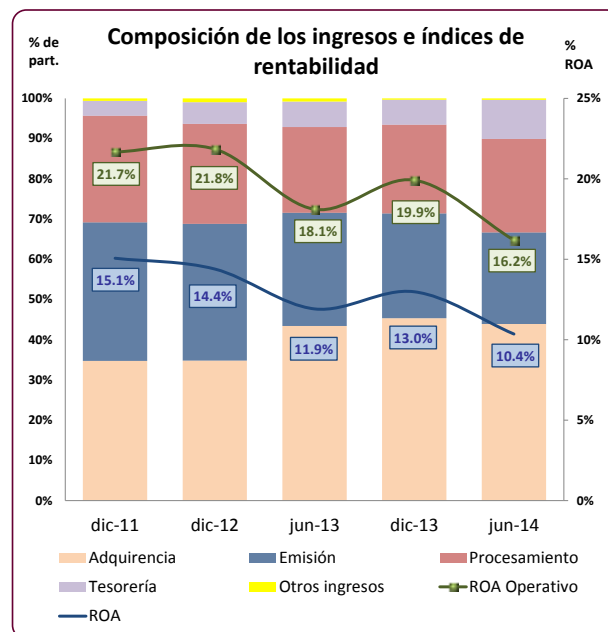
La información está preparada de acuerdo a las normas contables dispuestas por el Organismo de Control, contenidas en los catálogos de cuentas y en la codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria. En lo no previsto por dichos catálogos, ni por la citada codificación, se aplica las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF (JB-2010-1785).

Si bien a lo largo de este análisis se compara el desempeño de Interdin con el de Pacificard, se debe mencionar que no todos los índices son totalmente comparables entre ambas instituciones. Interdin no se fondea del público y buena parte de su negocio de crédito es administrado por un tercero (Diners Club del Ecuador), es decir que la comparación con el sistema es sólo referencial.

Rentabilidad y Gestión Operativa

El negocio en términos de resultados empezó a crecer de manera importante a partir del año 2011 en el que se decidió impulsar el crecimiento de la cartera en VISA. Desde ese año, los resultados han mantenido un comportamiento dinámico, aunque desacelerado.

El crecimiento en el gasto operativo y en provisiones (30.2% en conjunto), mayor al de los ingresos operativos netos (25.8% de jun-2013 a jun-2014), está implicando presión en los indicadores de rentabilidad respecto a su histórico. No obstante, Interdin conserva una rentabilidad sólida, sustentada en negocios operativos y recurrentes y superior a la de cualquier subsistema financiero.



Fuente: Estados Financieros Interdin S.A.
Elaboración: BWR.

El desarrollo de negocios complementarios, principalmente los servicios de procesamiento, permitió que en el 2013 Interdin contrarrestara parcialmente el impacto de algunas de las regulaciones que presionaron los ingresos financieros a nivel sistémico. El mayor impacto de la normativa, en el caso particular de Interdin se presentó en los ingresos que provienen del negocio de emisión.

La institución está desarrollando sus operaciones en un entorno competitivo y con mayores regulaciones e impuestos, sin embargo se prevé que se mantenga la dinámica de los ingresos bajo el potencial crecimiento que se espera para la marca VISA, permitiendo sostener los índices de rentabilidad en los rangos holgados que se observan actualmente.

INGRESOS	% Participación				% Crecimiento 2013 - 2014
	dic-12	jun-13	dic-13	jun-14	
Emisión	34.0%	28.1%	26.0%	28.5%	28.5%
Afilaciones y renovaciones	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Manejo y cobranzas	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%	4.5%
Avance efectivo y emisión certificados cuenta	3.6%	2.5%	2.4%	2.2%	10.9%
Venta de activos productivos	27.9%	24.7%	22.9%	19.8%	1.8%
Intereses de cartera de créditos	-	-	-	5.7%	-
Procesamiento	24.9%	21.3%	22.1%	23.2%	38.1%
Adquirencia	34.8%	43.4%	45.4%	43.9%	28.3%
Tesorería	5.4%	6.3%	6.2%	4.0%	-20.6%
Otros ingresos	1.0%	0.8%	0.4%	0.4%	-37.1%
Ingresos (USD Miles)	40,020	25,092	56,383	31,826	26.8%

Fuente: Interdin S.A.
Elaboración: BWR.

El negocio de **adquirencia** es el que actualmente está empujando el crecimiento de los ingresos de Interdin, influenciado principalmente por el repunte de los consumos en el mercado local. Esta rama específica del negocio está generalmente



atada al volumen de transaccionalidad de su cliente estratégico Banco Pichincha, del cual Interdin es adquirente. A esto se suma la adquirencia de su propia tarjeta VISA Interdin, vinculada a la importante red comercial del Grupo, aunque también al rápido crecimiento en tarjetas colocadas.

Del negocio de **emisión** proviene la segunda fuente de ingresos de Interdin, conformada en su mayor parte por la prima que Diners Club del Ecuador le reconoce a Interdin por la venta de la porción mayoritaria de su cartera (65% a jun-2014), originada por los consumos de los tarjetahabientes de VISA Interdin. Esta cartera es vendida diariamente, de forma revolvente y sin recurso a la sociedad financiera DCE, compañía que asume el riesgo de crédito y recibe los intereses de la cartera comprada.

La menor contribución de esta rama de negocio frente a su historia obedece a la reducción normativa de ingresos por servicios que provenían de la entrega de estados de cuenta, afiliación y renovación de tarjetas de crédito², sumado a una mayor presión en la generación de ingresos por avances de efectivo. En los próximos períodos se esperaría un comportamiento más dinámico de los ingresos por emisión debido a la rentabilidad que le proporciona la cartera que desde este trimestre Interdin administra en su balance individual.

La flexibilidad de su plataforma tecnológica le permite a Interdin ofrecer servicios de **procesamiento** personalizados tanto a instituciones financieras locales como del exterior. La oferta de estos servicios incluye: soporte tecnológico, procesos operativos y contables, monitoreo de fraude, asesoría, emisión, facturación, entre otros.

Localmente la actividad es limitada por cuanto los grupos financieros grandes, que son los principales emisores de tarjetas, tienen sus propias empresas para realizar este servicio. En el 2011 se trabajó en la implementación de un programa base para realizar las funciones de procesamiento de las transacciones del Banco Financiero del Perú, el mismo que continúa desarrollándose a la fecha de análisis.

El flujo excedente del negocio de adquirencia ha sido generalmente direccionado hacia la inversión en certificados de renta fija, casi en su totalidad emitidos por Diners Club del Ecuador. El menor aporte de las inversiones a la generación de ingresos por **tesorería** obedece a que una porción

de la cartera VISA Interdin se registra en el Balance de dicha entidad a partir de abril de 2014, alineado con la estrategia del Grupo y a una menor tasa de rendimiento reconocida por la cabeza del Grupo (TPP³: 5.16% a jun-2013, 4.52% a jun-2014).

El crecimiento del gasto en Interdin generalmente depende de las estrategias operativas contempladas en la planificación del Grupo. En este trimestre Interdin logra ser más eficiente en el control de su gasto operativo. A jun-2014 los gastos absorben el 65.7% de los ingresos operativos netos (67.8% a jun-2013), índice que se presiona a 71.03% (69.02% a jun-2013) dada la necesidad de constituir mayores provisiones que cubran el riesgo de crédito de su cartera.

La venta de la mayor parte de su cartera a Diners Club del Ecuador permite que el requerimiento de provisiones en Interdin siga siendo bajo en comparación a su competidor directo Pacificard. En el caso de Interdin, la cabeza del Grupo es la que asume la mayor proporción del gasto de provisión y el riesgo de crédito de la cartera comprada. Esta situación podría cambiar en la medida en que Interdin vaya asumiendo mayor responsabilidad en la administración de su propia cartera. El sistema de tarjetas promedia un índice de eficiencia, incluyendo provisiones, de 90.38%.

El incremento del gasto en provisiones está cubierto holgadamente por el margen operativo (en poco más de 6 veces), sin embargo la ampliación de este gasto absorbe una porción mayor del margen en relación a su histórico, de 15.54% (jun-2014), frente al 3.69% de jun-2013.

Administración de Riesgo

La administración de riesgos de Interdin se realiza bajo la misma Gerencia Nacional de Riesgos de la cabeza del Grupo Financiero Diners Club del Ecuador S.A.S.F. Esta gestión es además supervisada por la alta gerencia y por el Directorio de la sociedad financiera y de la compañía.

El área de riesgos está conformada por un equipo de profesionales con experiencia dentro de la institución, que desarrolla modelos que se ajustan al negocio y establece políticas que han sido socializadas en las diferentes áreas involucradas.

El principal riesgo operativo de Interdin es el tecnológico, aunque la plataforma instalada constituye también su principal ventaja competitiva. La institución cuenta con sistemas

² De acuerdo a la resolución de la Junta Bancaria JB No. 2012 -2151

³ TPP = Tasa promedio ponderada

actualizados que soportan el volumen de transaccionalidad.

▪ **Riesgo de Crédito**
Fondos Disponibles e Inversiones

Desde el año 2011 la Administración decidió transferir parte de sus fondos disponibles a inversiones con el fin de dotar de una fuente adicional de fondeo a la cabeza del Grupo. Interdin ha priorizado las inversiones de mayores plazos de modo que la sociedad financiera cuente con mayor flexibilidad para sostener la duración promedio de su pasivo.

Este comportamiento cambia en este trimestre evidenciándose una contracción importante del tamaño del portafolio (del 72.09%) debido a que la Administración decidió emplear el excedente de liquidez de Interdin en su fortalecimiento patrimonial y en la constitución de mayores provisiones a fin de que la subsidiaria asuma parcialmente el riesgo de crédito de la cartera que origina. Esta decisión no generó un impacto para Diners Club del Ecuador pues su fondeo se diversificó mediante depósitos de personas naturales y del sector empresarial privado.

En este trimestre Interdin vuelve a colocar un monto importante de fondos disponibles en instituciones financieras del exterior (40.03%) y disminuye trimestralmente los depósitos para encaje. El 39.14% de los fondos disponibles están colocados en una cuenta corriente de una institución financiera asociada del mercado local y 20.83% se mantiene como depósitos en el Banco Central. Cabe indicar que Interdin no está exigida de mantener encaje por cuanto no capta depósitos del público, sin embargo esta constituye una reserva adicional de liquidez para la institución en caso de requerirlo.

El 84.77% de las inversiones son certificados de inversión emitidos por su principal accionista DCE y el 15.23% son inversiones del exterior cuya disponibilidad es restringida porque constituyen la garantía entregada a la franquicia VISA por el negocio de adquiere, la misma que se haría efectiva sólo en caso de que Interdin incumpliera con el pago a establecimientos o a emisores.

La composición tanto de fondos disponibles como del portafolio de inversión en instituciones de bajo riesgo de crédito provee a Interdin de una liquidez de buena condición para atender sus pasivos de corto plazo y contrarresta, aunque no totalmente, el riesgo de concentración en estos activos.

Calidad de Cartera

La sociedad financiera compraba el 100% de la cartera generada bajo la marca VISA - Interdin. A partir de este trimestre, parte de la administración de esta cartera está siendo asumida por Interdin S.A. La cartera bruta de Interdin a la fecha de análisis asciende a USD192.72 millones, de los cuales 64.96% fueron vendidos a DCE y 35.04% permanecen contabilizados en el balance individual de Interdin.

El crédito colocado mediante la tarjeta VISA Interdin está conformado en un 99% por operaciones de consumo y aporta con el 15.41% de la cartera bruta del Grupo a jun-2014. En términos de crecimiento, la cartera de Interdin muestra mayor dinamismo frente a su competencia directa. La cartera bruta de Interdin está creciendo anualmente en 21.87% (de jun-2013 a jun-2014), frente a una contracción del -12.81%, que en el mismo período mostró la cartera bruta de Pacificard.

La morosidad de la cartera de consumo originada por Interdin es menor a los índices de morosidad promedio del sistema bancario privado en el mismo segmento (de 3.73%⁴ frente a 5.65% del sistema). En general, esta cartera presenta un comportamiento estable de pago y menor morosidad que su par directo (Pacificard). El riesgo de la cartera que asume Interdin está cubierto adecuadamente mediante provisiones, la cobertura sobre cartera en riesgo, incluyendo a la reestructurada por vencer, es de 1.77 veces.

Contingentes

Los contingentes (USD 239.18MM a jun-2014) corresponden en su totalidad a cupos disponibles no utilizados de las líneas de crédito autorizadas para los diferentes tarjetahabientes de VISA.

De acuerdo al compromiso entre Interdin y Diners Club, este último se hace cargo del riesgo de crédito de los clientes de Interdin, una vez que el tarjetahabiente utilice el cupo y se haga efectiva la venta.

Riesgo de Mercado

Por su naturaleza Interdin, no capta recursos del público. El fondeo de la institución proviene principalmente de los establecimientos comerciales afiliados, recursos que no generan costo financiero. Este factor le permite a la compañía ser menos vulnerable a la variación en las tasas pasivas de interés.

⁴ Incluye cartera vendida a Diners.

Los principales activos sensibles a tasas de interés son: la cartera, que desde este trimestre ingresó al balance de Interdin y las inversiones. La cartera está atada a las tasas activas de interés que se encuentran reguladas, mientras que las inversiones son sensibles al comportamiento de la tasa pasiva referencial. Si bien la TPR se incrementó de 4.53% (jun-2013) a 5.19%(jun-2014), el efecto sobre el margen no fue representativo debido al menor peso del portafolio de inversión en el balance de este trimestre.

El impacto de un movimiento de tasas sobre el margen financiero o el valor patrimonial de la institución no es significativo. La posición en riesgo del margen financiero y la sensibilidad del valor patrimonial, representan respectivamente el 0.57% y $\pm 0.19\%$ del patrimonio técnico constituido a junio del 2014.

Interdin no registra ninguna posición u operaciones con divisas diferentes al dólar, ni compromisos asumidos en derivados que hagan presumir que la compañía tenga exposición al diferencial cambiario.

Riesgo de Liquidez y Fondo

PASIVOS INTERDIN	% Participación del Pasivo				%Creci. Año
	dic-12	jun-13	dic-13	jun-14	
Por pagar a establecimientos afiliados	56.7%	45.1%	54.1%	40.3%	19.3%
Operaciones por liquidar y otros pasivos*	15.4%	34.7%	16.3%	39.7%	53.0%
Obligaciones financieras	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
Proveedores	7.1%	4.9%	8.4%	6.7%	84.3%
Obligaciones patronales, retenciones, impuestos, varias	20.8%	15.3%	21.1%	13.3%	16.5%
PASIVOS (USD Miles)	54,153	56,584	64,745	75,599	33.6%

Fuente: Estados financieros Interdin

Elaboración: BWR

*Corresponde a operaciones por liquidar a Banco Pichincha C.A., que es el recaudador principal de los pagos que realizan los tarjetahabientes del GF DCE. Esta cuenta permite efectivizar el pago a los establecimientos afiliados en los primeros días del mes.

Interdin no tiene requerimiento legal de liquidez estructural en vista de que no capta depósitos del público y por esta misma razón su necesidad de liquidez no es inmediata. El manejo del ciclo operativo del negocio cubre el riesgo de liquidez.

Los activos líquidos disminuyen respecto al trimestre anterior pero se fortalecen en relación a junio del 2013 gracias al incremento de fondos disponibles en 57.65%. La cobertura de activos líquidos sobre pasivos de corto plazo se ubicó en 40.77% (30.8% a jun-2013), índice que continúa siendo holgado frente a las necesidades de liquidez de Interdin aunque es inferior a lo que promedia el sistema de tarjetas (233.77%).

Las presiones que se generan en el índice de cobertura de activos líquidos dependen generalmente de la decisión de la Administración de priorizar inversiones de plazos más prolongados, de un mayor financiamiento de cuentas por cobrar

y otros activos y/o de la rotación de los pasivos.

El plazo de duración del activo (94 días⁵) contrasta con un fondeo de alta rotación que se mantiene como parte del capital de trabajo. El fondeo que requieren los negocios proviene principalmente de pasivos con establecimientos afiliados que no generan costo financiero y le proveen a la institución de liquidez de corto plazo. El pago se realiza entre los 2 y 30 días dependiendo del convenio establecido con cada local. Por otro lado, este pasivo tiene como contraparte la recuperación local o internacional de adquirencia que es diaria.

En este trimestre mejora la estructura de calce de plazos entre activos y pasivos de Interdin debido a que la cartera que ingresó al balance es en su mayor parte de corto plazo, el 88% de la cartera por vencer tiene un plazo contractual de 30 días.

Bajo un escenario contractual, el importante aporte del flujo originado en la primera banda de tiempo permite cubrir ampliamente las brechas simples de liquidez negativas que se generan en períodos posteriores. Esta estructura cambia bajo un escenario esperado o dinámico donde sí se presentan brechas acumuladas negativas en el corto plazo. Cabe indicar que en ninguno de los escenarios existe la presencia de posiciones de liquidez en riesgo.

A pesar de que se observa concentración en la liquidez mantenida en fondos disponibles e inversiones, este riesgo se mitiga por la calificación de "AAA-" de sus emisores. Por otro lado, al ser instituciones asociadas a Interdin, se prevé que en caso de requerir liquidez o necesitar de una realización inmediata de las inversiones, el soporte de la cabeza del Grupo se mantendría.

Presencia Bursátil

Interdin S.A. no es una institución inscrita en el registro del mercado de valores.

Riesgo Operativo

El plan de trabajo de la Gerencia Nacional de Riesgos se enfoca en el desarrollo de mecanismos que provean seguridad de la información y de las transacciones efectuadas mediante tarjeta de crédito. Con este fin, la Administración ha implementado las tarjetas inteligentes que incluyen circuitos integrados (chip) y se desarrollaron medidas de seguridad para el uso de banca electrónica, banca móvil y protección contra la clonación de tarjetas.

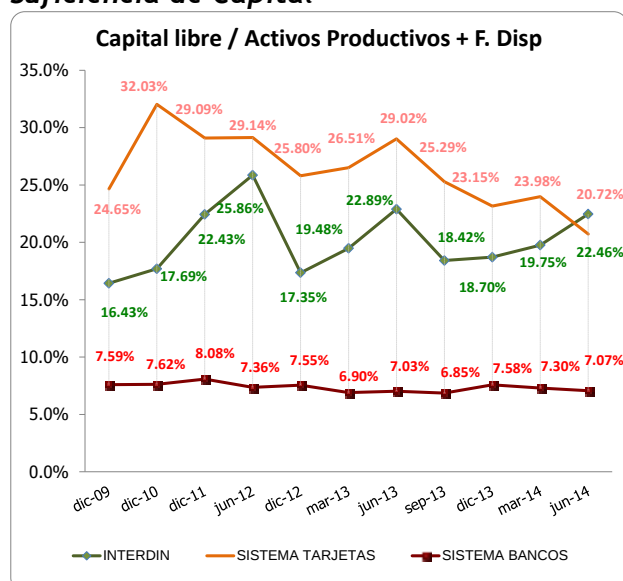
⁵ Reporte de sensibilidad del margen financiero.

Interdin cuenta con un programa de riesgo operativo que se encuentra en permanente actualización y permite un manejo y control centralizado de los subprocesos y de los riesgos identificados en cada área. En el transcurso del presente año se ha realizado una revisión de los riesgos extremos y altos para ajustarlos a nivel de subproceso.

Cumpliendo con la normativa, Interdin elaboró un plan de continuidad del negocio que cubre varias áreas sensibles, como la seguridad de la información, la recuperación de dicha información, falla de equipos, entre otras. Dicho plan es probado anualmente con el fin de certificar su funcionamiento operativo y técnico.

El sistema de gestión y control de riesgo de lavado de activos, financiamiento del terrorismo y otros delitos, está enmarcado en las políticas y procedimientos establecidos para Dinero Club del Ecuador. El área de cumplimiento es la encargada de controlar este riesgo mediante modelos estadísticos que permiten establecer mecanismos de alerta temprana e identificación de movimientos inusuales de clientes.

Suficiencia de Capital



Fuente: Estados financieros Interdin, sistema tarjetas y sistema bancos privados.
Elaboración: BWR

El patrimonio se fortalece gracias a un importante aumento de las reservas, por la capitalización de una parte de las utilidades que se concretó a fines del año 2013 y por la consecución en la generación de resultados positivos durante el período (utilidades crecen en 15.02% de jun-2013 a jun-2014). Cabe indicar que las reservas especiales, que son las de mayor crecimiento, están a disposición de la Junta General de Accionistas.

Interdin cuenta con capacidad para enfrentar riesgos no evidenciados en su balance, como un deterioro del activo productivo de hasta un 22.46%, índice que se ve favorecido en este trimestre por el incremento de las provisiones de cartera. La cobertura de capital libre sobre activos productivos se ubicó en mejor posición frente al sistema de tarjetas y por encima del sistema de bancos privados.

El índice de solvencia, PTC/APPR⁶, recupera los niveles observados históricamente, a 38.17% a jun-2014, frente a un promedio histórico de 41.45% (período 2009 - 2013), como consecuencia de una nueva resolución de la Junta Bancaria⁷ que establece un nuevo cálculo para la ponderación por riesgo de los contingentes que provienen de los cupos de tarjetas de crédito de los clientes.

Diners e Interdin están dentro de los rangos que establece la citada normativa y al no determinarse excesos, están obligados a ponderar únicamente por el valor de sus activos de riesgo, es decir cartera e inversiones. Esta nueva resolución implicó una reducción de los activos ponderados por riesgo del 25% en el Grupo y del 53% en Interdin.

El accionista principal ha respaldado el crecimiento del negocio con capitalizaciones anuales, sustentadas en la generación periódica de resultados. Consideramos necesario que este soporte se mantenga frente al mayor riesgo que asumirá la institución al administrar una parte de su cartera, para respaldar el crecimiento planificado del negocio y cubrir los demás riesgos que pudieran generarse en el desarrollo de su operación.

⁶ PTC: Patrimonio técnico constituido; APPR: Activos ponderados por riesgo.

⁷ Resolución de la Junta Bancaria No JB-2014-2965

INTERDIN

(\$ MILES)	SISTEMA TARJETAS	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	jun-13	dic-13	jun-14
ACTIVOS								
Depositos en Instituciones Financieras	30,186	16,755	12,216	6,488	12,044	5,660	9,149	9,826
Inversiones Brutas	49,250	7,505	14,806	39,607	50,508	65,508	67,284	18,285
Cartera Productiva Bruta	192,562	-	-	-	-	-	-	66,803
Otros Activos Productivos Brutos	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Activos Productivos	271,998	24,260	27,022	46,095	62,552	71,169	76,433	94,914
Fondos Disponibles Improductivos	8,827	816	2,461	1,779	2,970	2,212	3,207	2,585
Cartera en Riesgo	41,911	-	-	-	-	-	-	726
Activo Fijo	4,621	1,582	2,649	2,224	3,046	2,298	2,661	2,443
Otros Activos Improductivos	65,155	4,859	5,478	7,442	13,180	13,948	22,691	22,986
Total Provisiones	(31,057)	(160)	(427)	(383)	(560)	(710)	(959)	(2,522)
Total Activos Improductivos	120,514	7,257	10,588	11,445	19,196	18,459	28,559	28,740
TOTAL ACTIVOS	361,455	31,357	37,183	57,157	81,188	88,917	104,033	121,132
PASIVOS								
Obligaciones con el Público	22,124	-	-	-	-	-	-	-
Depósitos a la Vista	1,255	-	-	-	-	-	-	-
Operaciones de Reporto	-	-	-	-	-	-	-	-
Depósitos a Plazo	20,869	-	-	-	-	-	-	-
Depósitos en Garantía	-	-	-	-	-	-	-	-
Depósitos Restringidos	-	-	-	-	-	-	-	-
Operaciones Interbancarias	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Inmediatas	-	-	-	-	-	-	-	-
Aceptaciones en Circulación	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Financieras	-	-	-	-	4	46	60	-
Valores en Circulación	-	-	-	-	-	-	-	-
Oblig. Convert. y Aportes Futuras Capitaliz	-	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por Pagar y Otros Pasivos	200,513	20,957	24,266	37,134	54,149	56,538	64,686	75,599
Provisiones para Contingentes	2,530	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO	225,167	20,957	24,266	37,134	54,153	56,584	64,745	75,599
TOTAL PATRIMONIO	136,288	10,400	12,917	20,023	27,035	32,333	39,287	45,533
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	361,455	31,357	37,183	57,157	81,188	88,917	104,033	121,132
CONTINGENTES	530,954	125,205	215,034	267,833	208,928	229,843	275,218	239,179
RESULTADOS								
Intereses Ganados	17,324	371	270	1,248	2,153	1,588	3,483	3,087
Intereses Pagados	606	-	0	0	-	-	-	-
Intereses Netos	16,719	371	270	1,248	2,153	1,588	3,483	3,087
Otros Ingresos Financieros Netos	28,101	9,530	13,837	19,584	24,727	10,037	21,870	10,805
Margen Bruto Financiero (IO)	44,820	9,901	14,107	20,832	26,880	11,624	25,352	13,891
Ingresos por Servicios (IO)	17,399	1,834	2,611	3,808	2,645	7,892	18,180	10,192
Otros Ingresos Operacionales (IO)	9,621	7,004	7,780	8,463	9,731	5,338	12,402	7,369
Gastos de Operación (Goperac)	46,857	15,723	20,391	22,733	23,815	16,858	36,944	20,665
Otras Perdidas Operacionales	-	2	-	-	-	-	-	-
Margen Operacional antes de Provisiones	24,984	3,015	4,106	10,369	15,441	7,996	18,990	10,787
Provisiones (Goperac)	18,074	160	307	149	329	295	544	1,676
Margen Operacional Neto	6,910	2,855	3,800	10,220	15,112	7,700	18,446	9,111
Otros Ingresos	7,549	42	294	213	383	196	202	124
Otros Gastos y Perdidas	633	180	197	274	235	182	364	282
Impuestos y Participación de Empleados	4,350	847	1,381	3,053	5,304	2,647	6,262	3,124
RESULTADOS DEL EJERCICIO	9,477	1,870	2,516	7,106	9,957	5,068	12,022	5,829

INTERDIN

(\$ MILES)	SISTEMA TARJETAS	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	jun-13	dic-13	jun-14
CALIDAD DE ACTIVOS								
Act. Productivos + F. Disponibles	280,825	25,076	29,482	47,874	65,522	73,381	79,641	97,499
Activos Productivos / T.A. (Brutos)	69.3%	77.0%	71.8%	80.1%	76.5%	79.4%	72.8%	76.8%
Prov con Conting sin invers. / Activo CDE	n/d	82.8%	142.6%	37.4%	1024.5%	556.6%	1501.2%	618.8%
CAPITALIZACION								
PTC / APPR	28.53%	75.40%	57.36%	40.94%	22.83%	12.76%	10.71%	38.17%
TIER I / APPR	20.34%	62.21%	46.70%	27.58%	14.30%	10.70%	7.39%	23.63%
PTC / Activos y Contingentes	15.50%	6.64%	5.12%	6.16%	9.32%	10.14%	10.36%	12.72%
Activos Fijos + Activos Fideicom/ Patr. Técnico	3.34%	15.22%	20.52%	11.11%	11.27%	7.11%	6.77%	5.33%
Capital libre (USD M)**	58,188	4,120	5,216	10,740	11,369	16,797	14,895	21,900
Capital libre / Activos Productivos + F. Disp	20.72%	16.43%	17.69%	22.43%	17.35%	22.89%	18.70%	22.46%
Capital Libre / Patrimonio + Provisiones	34.25%	39.01%	39.09%	52.63%	41.20%	50.83%	37.01%	45.57%
TIER I / Patrimonio Técnico	71.29%	82.51%	81.42%	67.38%	62.66%	83.91%	69.05%	61.90%
Patrimonio/ Activo Neto Promedio (Apalancamiento)	38.15%	49.94%	37.69%	42.45%	39.08%	38.02%	42.42%	40.44%
TIER I / Activo Neto Promedio	27.60%	41.18%	30.67%	28.59%	24.49%	31.89%	29.29%	25.20%
RENTABILIDAD								
Comisiones de Cartera	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos Operativos Netos	71,840	18,738	24,497	33,102	39,256	24,854	55,934	31,453
Result. antes de impuest. y particip. trab.	13,826	2,717	3,897	10,159	15,261	7,715	18,284	8,953
Margen de Interés Neto	96.50%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
ROE	14.43%	19.76%	21.58%	43.15%	42.32%	34.14%	36.25%	27.49%
ROE Operativo	10.52%	30.17%	32.59%	62.05%	64.23%	51.88%	55.63%	42.97%
ROA	5.30%	8.98%	7.34%	15.06%	14.39%	11.92%	12.98%	10.36%
ROA Operativo	3.87%	13.71%	11.09%	21.67%	21.85%	18.11%	19.92%	16.19%
Inter. y Comis. de Cart. Netos /Ingr Operat.Net.	23.27%	1.98%	1.10%	3.77%	5.48%	6.39%	6.23%	9.81%
Intereses y Comis. de Cart. Netos /Activos Productivos Promedio (NIM)	12.03%	2.36%	1.05%	3.41%	3.96%	4.75%	5.01%	7.21%
M.B.F. / Activos Productivos promedio	32.25%	62.86%	55.02%	56.98%	49.48%	34.77%	36.48%	32.43%
Gasto provisiones / MON antes de provisiones	72.34%	5.30%	7.46%	1.44%	2.13%	3.69%	2.87%	15.54%
Gastos Operacionales / Ingr. Operativos Netos	90.38%	84.76%	84.49%	69.13%	61.50%	69.02%	67.02%	71.03%
Gastos Operacionales sin Prov/ Ingr Oper Netos	65.22%	83.91%	83.24%	68.68%	60.67%	67.83%	66.05%	65.70%
Gto Operacionales (Anual)/ Activos N Prom	36.35%	76.27%	60.40%	48.51%	34.90%	40.34%	40.48%	39.69%
LIQUIDEZ								
Fondos Disponibles	39,013	17,572	14,677	8,267	15,014	7,873	12,357	12,411
Activos Liquidos (BWR)	42,955	17,572	14,677	8,267	15,014	7,873	12,357	12,411
25 Mayores Depositantes	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
100 Mayores Depositantes	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Indice Liquidez Estructural 1ra Línea (SBS)	233.77%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Indice Liquidez Estructural 2da Línea(SBS)	219.02%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Requerimiento de Liquidez Segunda Línea	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Cobertura Liquidez Estructural Segunda Línea	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Mayor brecha acum de liquidez / Act. Liquidos	n/a	-99.10%	-108.42%	-321.84%	-253.89%	-473.27%	-359.52%	0.00%
Activos Liq. (BWR)/Pasivos corto plazo(BWR)	233.77%	115.04%	110.61%	38.66%	48.88%	30.80%	35.19%	40.77%
Fondos Disp. / Pasivos CP(BWR)	212.32%	115.04%	110.61%	38.66%	48.88%	30.80%	35.19%	40.77%
RIESGO DE MERCADO								
Riesgo de tasa Margen Fin/Patrimonio (1% var)	n/a	0.17%	0.28%	0.97%	0.64%	0.83%	0.83%	0.58%
Riesgo de tasa Val. Patrim/Patrimonio (1% var)	n/a	-0.52%	0.83%	-0.99%	-1.20%	-1.17%	-0.69%	-0.19%

** Patrimonio + Provisiones - (Act Improd sin F. Disp)

La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable 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 en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la 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 realizados por terceros no son de responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación. Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación 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 2014.