

Ecuador
Calificación Global

COOPERATIVA DE AHORRO Y CRÉDITO “CACPECO LTDA”

Calificación

1T15	2T15
A+	AA-

Perspectiva: Estable

Definición de calificación: “La institución es muy sólida financieramente, tiene buenos antecedentes de desempeño y no parece tener aspectos débiles que se destaquen. Su perfil general de riesgo, aunque bajo, no es tan favorable como el de las instituciones que se encuentran en la categoría más alta de calificación”

Resumen Financiero

En miles USD	SISTEMA COAC	jun-14	dic-14	jun-15
Activos	5.492.012	163,4	176,0	181,5
Patrimonio	787.017	31,4	33,5	36,4
Resultados	36.128	2,3	4,3	2,7
ROE (%)	9,75%	15,3%	13,7%	15,5%
ROA (%)	1,40%	2,9%	2,6%	3,0%

Analistas:

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

Verónica Molina
(5932) 226 9767
jmolina@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings, con base a la información remitida por CACPECO a junio-2015, y documentación disponible, decidió **revisar su calificación global de “A+” a “AA-”**. La calificación considera la fortaleza financiera intrínseca de la entidad con importantes indicadores de liquidez y holgados niveles de capital libre. Además se considera la estabilidad y buena calidad de Gobierno Corporativo que ha permitido mantener estrategias consistentes de largo plazo generando sólidos resultados que comparan favorablemente con el promedio del Segmento 1 del sector cooperativo y el sistema bancario. Se considera que los altos niveles de liquidez mitigan el riesgo de la coyuntura actual de desaceleración económica y el hecho de que por el momento el segmento no cuente con el respaldo de encaje ni Fondo de Liquidez. De igual manera, la calificación toma en cuenta que los niveles de capital libre otorgan un respaldo importante frente a un probable deterioro de la calidad de activos en caso de un incremento de la actividad volcánica del Cotopaxi.

Baja participación de mercado a nivel nacional con buen posicionamiento e imagen regional. CACPECO es una entidad de tamaño medio bien posicionada en su nicho geográfico, donde tiene más de 27 años de experiencia. Por valor de activos ocupa la novena posición de 24 entidades del Segmento 1 del sistema cooperativo y si se le compara con el sistema bancario ocuparía la posición décimo cuarta de 23 instituciones. La actividad de esta cooperativa se desarrolla principalmente en la provincia de Cotopaxi.

Altos niveles de eficiencia permiten un sólido desempeño financiero. Históricamente la rentabilidad de la institución ha sido recurrente y ha provenido del negocio de intermediación financiera. La generación operativa cubre sus requerimientos, incluidas provisiones, y pese a que el margen de interés se está presionando, da lugar a niveles de rentabilidad atractivos en relación al sistema al que pertenece.

Niveles de morosidad controlados con cobertura suficiente de provisiones. La calidad de la cartera de CACPECO se mantiene controlada en comparación a sus pares además cuenta con una cobertura de provisión superior al segmento y mayor a 1.3 veces en relación a la cartera en riesgo. Se esperaría que los niveles de cobertura se mantengan en escenarios normales que incluyen un menor dinamismo de la economía. En caso de eventos extraordinarios el deterioro de la calidad crediticia de la cartera en un escenario de estrés, estaría cubierto en parte por las garantías reales y los seguros correspondientes de la cartera, y principalmente por el patrimonio de la institución.

Holgados niveles de liquidez, con concentración de depositantes y descalces estructurales de balance. Si bien se observa una desaceleración en el crecimiento de depósitos, estos siguen creciendo a diferencia de lo observado en el sistema bancario que muestra una reducción. Los altos niveles de liquidez mitigan en parte el riesgo de descalce en las bandas de tiempo y la concentración de obligaciones con el público en otras cooperativas de ahorro y crédito, lo cual genera mayor sensibilidad a riesgos sistémicos en comparación con otras instituciones más diversificadas del sistema financiero nacional.



Fortaleza patrimonial. La institución registra adecuados niveles patrimoniales, que se han fortalecido habitualmente con utilidades. Frente a la media de su sistema, CACPECO registra una mayor capacidad para absorber imprevistos y seguir creciendo amparada en su patrimonio. El patrimonio libre de la institución es una fortaleza que debe salvaguardarse cuidadosamente y nutrirse constantemente para fomentar una cobertura adecuada ante riesgos previsibles y aquellos que eventualmente podría enfrentar la institución por la concentración geográfica de sus negocios en un área vulnerable.

Perspectiva de la Calificación. La calificación mantiene una perspectiva estable, sin embargo, la calificación podría reducirse si se concretan las amenazas que pudieran erosionar la calidad de cartera, las coberturas con provisiones y/o disminuir la solvencia patrimonial.

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.



Aspectos Evaluados en la Calificación

La calificación asignada refleja los factores crediticios específicos de la institución y la opinión de la calificadoradora 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.

Hecho Relevante

Actualmente, el volcán Cotopaxi ha registrado el aumento de su actividad; lo que ha dado lugar a que la Secretaría de Gestión de Riesgos del Ecuador anuncie la activación de la alerta amarilla desde el viernes 14 de agosto de 2015. Además, a partir del 15 de agosto, Ecuador está en estado de excepción debido al proceso eruptivo del volcán Cotopaxi.

De momento se han registrado evacuaciones preventivas y la provincia de Cotopaxi sería una de las zonas de mayor afectación dada su cercanía al volcán. Este evento tendría un efecto directo sobre las operaciones de CACPECO, pues su zona de influencia se concentra especialmente en dicha provincia.

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

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

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

La Asamblea Nacional aprobó la proforma presupuestaria con un déficit de 4.9% del PIB y un precio del barril de crudo de USD79.7, lo que supera en más de USD20 el precio estimado del crudo en el mercado de futuros. El déficit fiscal se

amplía a 6.2% del PIB. A pesar de que el gobierno se ha esforzado por conseguir financiamiento externo para cubrir parte de este déficit presupuestario, no queda claro ni el monto ni las condiciones del financiamiento conseguido.

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

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

Adicionalmente el escenario operativo del país se complica para la industria nacional, por la apreciación del dólar que implica pérdida de competitividad en las exportaciones y productos importados más baratos. Para controlar la demanda de los productos importados el Gobierno ha implementado cupos y un sistema de salvaguardia de balanza de pagos para encarecer dichos productos. La nueva salvaguardia, contemplada por la OMC y aceptada por el período de 15 meses, se aplicará a todos los productos que no se consideren indispensables es decir a casi todos los productos de consumo, a las materias primas y productos no terminados especialmente aquellos que compitan con los nacionales y a los bienes de capital cuya importación pueda ser pospuesta por un año. Habría que analizar puntualmente el impacto que estas medidas tengan en cada industria y en cada empresa.

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

Si los precios del petróleo no se recuperan y el dólar se mantiene fuerte frente a otras monedas, el equilibrio de las finanzas públicas y del comercio exterior seguirá siendo un reto para el gobierno, tomando en cuenta que la salvaguardia es una medida temporal de quince meses.



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

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

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

Marco Regulatorio

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

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

En general, una de las grandes preocupaciones que genera el Código es la **ambigüedad** de la

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

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

Por el momento se observa que las presiones de liquidez se mantendrán y que el apetito de fondos y de control del Gobierno continuará. Lo dicho se fundamenta en las nuevas resoluciones emitidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera en cuanto al direccionamiento de crédito, programa de inversión de excedentes de liquidez, gestión del Dinero Electrónico, segmentación de la cartera de crédito, entre otras. En general las nuevas normas limitan la capacidad de gestión técnica y estratégica de las instituciones del Sistema Financiero lo cual pone en riesgo el manejo de la liquidez, su capacidad de generación y por lo tanto su capacidad de fortalecerse patrimonialmente. Por otro lado, los frecuentes cambios en la normativa generan incertidumbre y desmotivan las estrategias y propuestas de crecimiento del negocio.

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

Perfil de la Institución

Cooperativa de Ahorro y Crédito de la Pequeña Empresa de Cotopaxi, CACPECO Ltda. es una cooperativa domiciliada en la ciudad de Latacunga, Provincia de Cotopaxi, creada en 1988, regulada por el ente de control desde el año 1988, antes por la Superintendencia de Bancos y Seguros (SBS) y desde el 2013 por la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria (SEPS). De acuerdo a la nueva clasificación definida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, CACPECO pertenece al Segmento 1 por mantener activos mayores a USD 80MM.

En septiembre-2014, el Código Orgánico Monetario



y Financiero reforma los mecanismos de operación y control para las entidades del sistema financiero, de seguros y del sector financiero popular y solidario. Este dispone que la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera sea la que emita las regulaciones que normen su funcionamiento, cupos crediticios, niveles de solvencia, entre otros.

Posicionamiento e imagen

CACPECO representa el 3.31% de los activos en el sistema de cooperativas, Segmento 1; se trata de una institución bien posicionada en su mercado geográfico.

Cooperativa CAPCECO tiene una oficina matriz en Latacunga y cuenta con sucursales en cuatro provincias: Cotopaxi (2 en Latacunga, Pujilí, Saquisilí, Salcedo, Sigchos, La Maná y Moraspungo); Chimborazo (2 en Riobamba y Chambo); Los Ríos (Quevedo y Valencia) y en Pichincha (Quito).

Modelo de negocios

CACPECO mantiene su cartera colocada principalmente en operaciones de microempresa (59.05%) y consumo (37.82%). Los ingresos provienen principalmente de los intereses generados por la cartera.

En el tiempo, la institución ha mostrado un desempeño positivo, consecuente con la naturaleza y el tamaño de su negocio. A futuro, se espera que la institución mantenga su ritmo de colocaciones de nueva cartera, a menos que un evento exógeno trastoque su funcionamiento normal.

La institución se fondea principalmente con obligaciones con el público, en forma mayoritaria depósitos de plazo fijo.

Estructura de CACPECO

El capital social de la Cooperativa se compone de certificados de aportación, que representan la participación patrimonial de los socios. Los certificados son nominativos y transferibles entre socios o a favor de la cooperativa. La participación individual de los aportes de los socios no puede exceder el 5% del capital social.

La institución cuenta con cerca de 163M socios, de los cuales el 48% está activo.

Al margen de la cuantía de los aportes individuales o depósitos, cada socio participa democráticamente con un voto, lo que limita en escenarios de estrés a que una cooperativa de ahorro y crédito reciba mayor soporte de sus socios.

En el sistema cooperativo, el fortalecimiento patrimonial principalmente depende de la

generación de utilidades basadas en el desempeño financiero, calidad de los activos y menor exposición a pérdidas por riesgo integral y gestión administrativa.

CACPECO tiene 178 empleados, el 39.9% es administrativo y el 60.1% operativo; de manera que la estructura de operaciones sustenta y explica los niveles de eficiencia de la COAC.

La institución para 2015 prevé en el mercado en general menor endeudamiento; preferencia por otro tipo de inversiones, no necesariamente financieras; y a la posible disminución de la capacidad de ahorro del público.

El plan de la COAC para 2015 contempla un crecimiento de hasta el 14.7% para colocaciones y 15.2% para captaciones. Por restricción del ente de control, durante 2015 CACPECO no podrá abrir nuevas oficinas. El crecimiento proyectado del capital social es limitado (5.25%).

La estructura orgánica de COAC está conformada por la Asamblea General de Socios, que es el organismo de gobierno y principal autoridad; el Consejo de Vigilancia, el Consejo de Administración elegido por la Asamblea y que cumple con las funciones atribuibles a un Directorio. El Consejo está conformado por cinco vocales principales y cinco suplentes, es la principal instancia administrativa de la institución.

Evaluación de la Administración

La consistencia de los resultados en el tiempo refleja que el desempeño de la administración es positivo. Los resultados han sido de buena calidad y recurrentes, a futuro se espera un desempeño más lento, consistente con la planificación y las perspectivas de mercado actuales.

Gobierno Corporativo

El gobierno corporativo de la COAC es de buena calidad, pues hay estabilidad tanto en los miembros del Consejo de Administración, como en la plana administrativa. Las responsabilidades y funciones de cada uno están claramente definidas.

Los miembros de Consejo de Administración participan en varios Comités, y como parte de los requerimientos del cargo, todos los miembros de la Asamblea de Socios tienen título de tercer nivel, al igual que los cargos administrativos principales.

La rotación de personal es de alrededor del 12% y se da fundamentalmente en cargos operativos.



Objetivos estratégicos

Frente a un evento catastrófico, la institución ha definido ejes estratégicos, como son: capacitación y comunicación externa: socializar estrategias y comunicar a socios y clientes sobre los servicios de CACPECO durante la emergencia; ahorros a la vista: limitar retiros; tesorería: para garantizar el fondeo en todos sus puntos; servicio de cajeros automáticos: garantizar la funcionalidad y el servicio; depósitos a plazo fijo: garantizar recursos durante la emergencia; crédito: garantizar el otorgamiento de operaciones crediticias; sistemas y comunicaciones: garantizar la continuidad del servicio; internamente: contar con correo electrónico, telefonía IP, transferencias y cumplir con el ente de control y externamente: en zonas no afectadas, trabajar con normalidad.

Para 2015, CACPECO tiene como objetivos estratégicos generales: enmarcar su operación en los principios del Pacto Global, contribuir con las metas del milenio, fortalecer el sistema de gestión sustentable, eficiencia financiera, crecimiento en el mercado, mejorar la satisfacción de los socios/clientes, fortalecimiento de marketing y desarrollo del producto, fortalecer el sistema de gestión de la calidad, fortalecer la gestión de riesgos, administrar el talento humano por competencias y gestión de tecnología de la información.

La institución está trabajando en nuevas proyecciones ajustadas a la coyuntura actual, dichas cifras estarían listas en agosto.

En el corto plazo la Administración planea: controlar la morosidad, optimizar gastos y precautelarse liquidez.

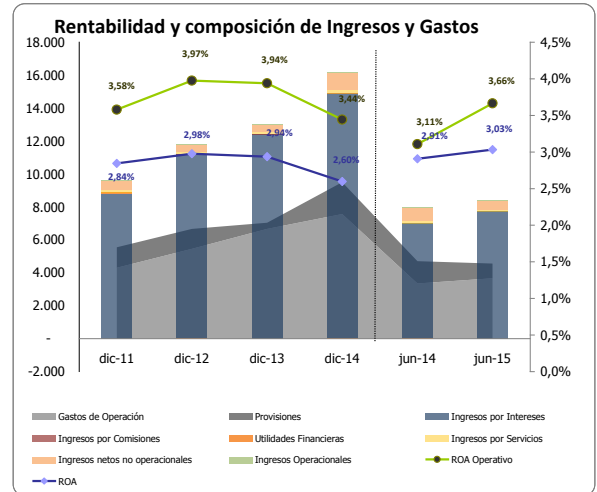
Presentación de Cuentas

La información presentada está preparada de acuerdo a las normas contables dispuestas por el Organismo de Control, contenidas en el catálogo de cuentas y Resoluciones de la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria; y en lo no previsto por dicho catálogo, se aplican las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF (Resolución No. JR-STE-2012-004 de diciembre-2012).

Los estados financieros, documentación, reportes e informes analizados son propiedad de COAC CACPECO y responsabilidad de sus administradores. Para el presente reporte, se utilizaron los estados financieros auditados para el periodo 2012 por RVL Consultores & Auditores Cía. Ltda. y de 2013 y 2014 auditados por la firma Sayco. Adicionalmente, se emplearon EEFF interinos no auditados con corte al 30 de junio de 2015.

Los estados financieros auditados no presentan salvedades.

Rentabilidad y Gestión Operativa



Fuente: CACPECO
Elaboración: BWR

CACPECO mantiene un resultado positivo originado en el negocio de intermediación financiera; a jun-2015 el 79.96% del ingreso neto total proviene de la generación de cartera; los ingresos financieros se nutren también con: el rendimiento de inversiones (6.2%) y el aporte de otros (4.8%). A jun-2015, el creciente resultado obedece tanto al crecimiento en volumen del negocio, como a un menor gasto de provisiones; es de buena calidad y recurrente, pues el 91.8% del ingreso neto proviene del negocio financiero.

La generación operativa de la institución resulta adecuada y cubre los requerimientos operativos del negocio, manteniendo el peso del gasto controlado. De hecho CACPECO se caracteriza por ser una de las instituciones más eficientes del Sistema de COAC's.

Al igual que en el trimestre anterior, el volumen de la constitución de provisiones se contrajo (en -33.8% anual), pese al crecimiento de la cartera en riesgo; situación que da lugar a un MON (Margen Operacional Neto) mayor.

Frente al mismo período del año pasado, el margen de interés neto se ha presionado, como resultado del encarecimiento de las fuentes de fondeo (crecen más los depósitos de plazo fijo); en consecuencia, tanto el NIM¹ como la relación

¹ NIM = intereses y comisiones de cartera netos/ activos productivos promedio.



MBF/APP² son menores a los observados en jun - 2014.

A jun-2015, CACPECO mantiene niveles de retorno del negocio atractivos; de hecho, los niveles de ROE y ROA se mantienen entre los más elevados del sistema financiero nacional.

Si bien, la institución mantiene niveles de eficiencia mejores que la media y cercanos a sus históricos; el peso de las provisiones resulta importante porque su reducción impacta en las relaciones de eficiencia de la institución e incide de forma directa en los resultados del período. El peso del gasto operacional sin provisiones sobre los ingresos operacionales netos es 46.77% (frente a 46.87% de jun-2014). Si consideramos el gasto de provisiones, el indicador aumenta a 58.21% (fue 65.79% en jun-2014).

A partir del trimestre actual, el MBF³ crece más que el gasto operativo; relación importante, debido a que el ritmo de generación de negocios determina el grado de eficiencia de la institución. No obstante, la estructura operativa de la COAC resulta más flexible que la media de la competencia; el 54.9% de los gastos de operación proviene de gastos de personal y honorarios.

Tradicionalmente, al resultado neto contribuyen otros ingresos no operativos (6.85%), que provienen principalmente de los ingresos por recuperación de los activos financieros, a través del reverso de provisiones y recuperación de activos castigados. A jun-2015, el volumen de este rubro cayó -28.6% anual.

A futuro se espera que CACPECO continúe optimizando gastos y precautelando la liquidez; de modo que sus indicadores de retorno y la rentabilidad del activo productivo se mantengan.

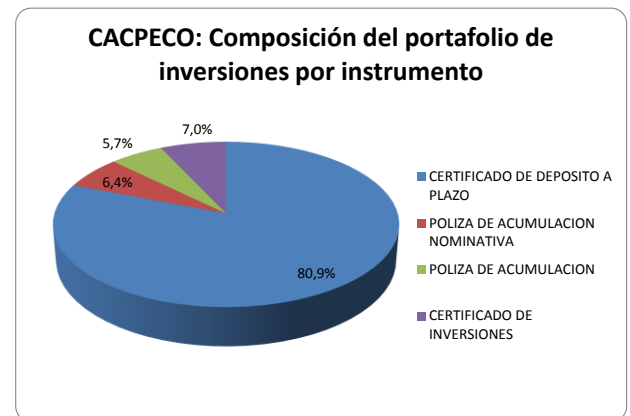
Administración de Riesgo

La institución cumple con la normativa en cuanto al manejo de riesgos integrales en relación a la estructura administrativa, manuales de riesgo y presentación de reportes.

Riesgo de Crédito Fondos Disponibles e Inversiones

Al primer semestre de 2015, CACPECO dispone de USD 24.4MM en fondos disponibles, estos representan el 12.8% del activo bruto; la estructura de la cuenta es: caja 4.47%, depósitos en BCE 16% (el 0,1% en dinero electrónico), depósitos en instituciones financieras locales 79.5% y efectos de cobro inmediato 0.05%. Las instituciones financieras donde se encuentran colocados los recursos tienen calificación de riesgo local entre BBB- y AAA-.

La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera establecerá un encaje diferenciado por segmentos para el sector financiero popular y solidario, sin embargo todavía no se lo ha definido por lo que la COAC no cuenta con depósitos en el BCE para ese objetivo.



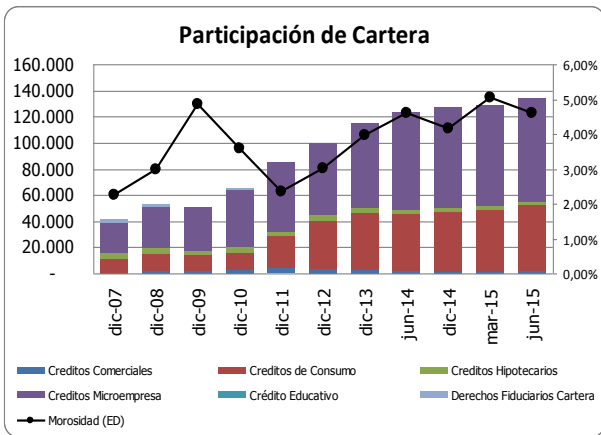
El portafolio de inversiones de CACPECO representa el 14.7% del activo bruto y corresponde a documentos emitidos por el sector privado, disponibles para negociar. El 100% de la cuenta se encuentra colocado en instituciones financieras locales y muestra un adecuado grado de dispersión. Las inversiones son mayoritariamente de corto plazo (el 94% tiene vencimientos de hasta 90 días). Los emisores tienen calificación de riesgo local entre A y AAA-.

Calidad de Cartera

A jun-2015, la cartera bruta representa el 70.66% del activo bruto total, mostrando un desempeño creciente (8.7% anual). A lo largo del último año el ritmo de generación de nuevos negocios se ha desacelerado, debido a un escenario más competitivo y una economía con menor crecimiento. En concordancia con el mercado, la generación de nuevos negocios se enfoca en los segmentos de microempresa y consumo.

²MBF/APP = margen bruto financiero/ activos productivos promedio.

³ MBF: Margen bruto financiero.

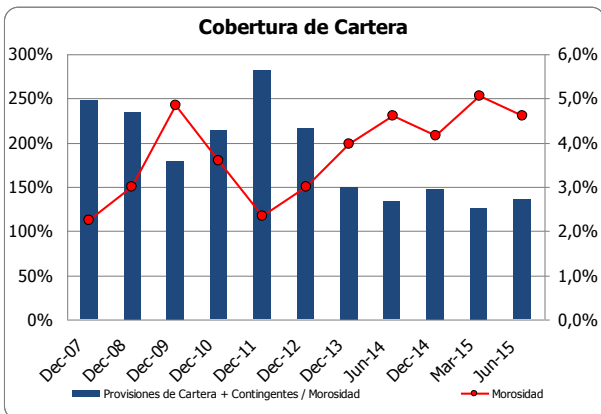


Fuente: CACPECO
Elaboración: BWR

Como se puede ver en el gráfico precedente, la composición de la cartera por producto se ha mantenido en el tiempo; a partir del año 2014, el crecimiento de la cartera se ha estabilizado y el ritmo actual es moderado y concordante con el Sistema.

Geográficamente, la ubicación de la institución da lugar a que la cartera colocada en la provincia de Cotopaxi sea importante dentro del total; sin embargo, CACPECO identificó que el 23.5% de la cartera productiva está colocada en zonas de riesgo (alto, medio y bajo) por efecto de la reactivación del volcán, frente a un potencial evento.

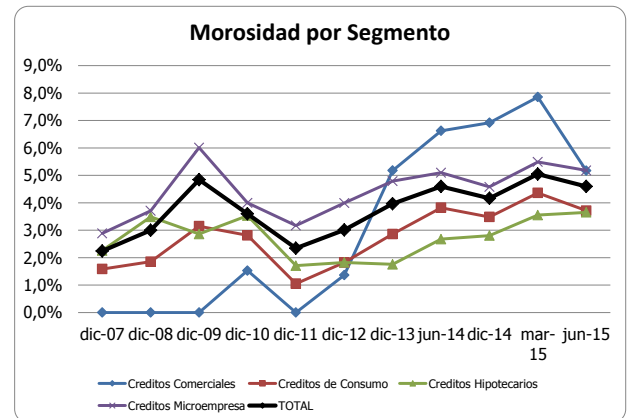
Por plazos, la estructura del portafolio de créditos es de largo plazo, a jun-2015, el 56.86% de la cuenta corresponde a operaciones mayores a 360 días.



Fuente: CACPECO
Elaboración: BWR

Como se puede ver en el gráfico, desde el año 2013, la morosidad de la cartera ha fluctuado alrededor de 5%; mientras los niveles de cobertura se han presionado, en parte por nuevas regulaciones que limitan la constitución de provisiones. El desempeño de ambas variables es consistente con el manejo del sistema en general. A jun-2015, los castigos representan el 0.25% de la cartera bruta promedio.

La cartera calificada CDE de la institución representa 3.61% del total de cartera y al incluir castigos y ventas o transferencias sube a 3.83%. Si bien la morosidad de CACPECO es ligeramente menor al promedio del Segmento 1, la cartera problemática tiende a incrementarse en el tiempo, evidenciando un incremento en la exposición al riesgo de crédito.



Fuente: CACPECO
Elaboración: BWR

Microcrédito y consumo, que son las líneas de negocio más representativas, tienen indicadores de morosidad de 5.18% y 3.72%, respectivamente.

Las provisiones para cartera suman USD 8.4MM y crecen 10.8% anual. En 2015 la desaceleración en el ritmo de constitución de nuevas provisiones, presiona los niveles de cobertura frente a dic-2014; sin embargo, la cobertura se mantiene superior que la media de sus pares alcanzando en jun-2015 1.36 veces. A futuro no se espera un mayor nivel de gasto de provisiones por lo que las coberturas se mantendrán presionadas.

CACPECO mantiene un bajo nivel de concentración de cartera, pues los 25 mayores deudores representan el 2.09% de la cartera bruta y el 7.72% del patrimonio. Estos indicadores son consistentes con el segmento y modelo de negocios que opera la COAC.

Contingentes y Titularizaciones

A jun-2015, CACPECO tiene USD 2.4M (frente a USD 164M de jun-2014) en contingentes provenientes de cartas de garantía, que la



Cooperativa emitía a favor de quien lo requiera. El declive de este rubro se debe a que el ente de control prohibió que las COACS realicen este tipo de operaciones.

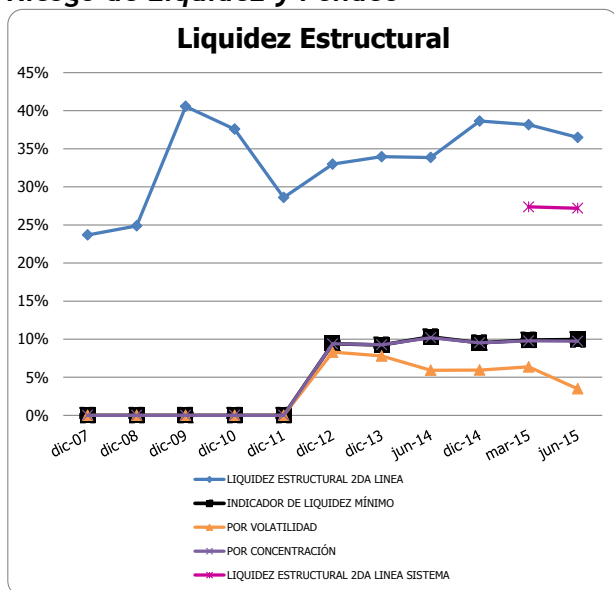
Riesgo de Mercado

De acuerdo a los reportes de sensibilidad, existen descalces en las bandas de reprecio debido a que la estructura de fondeo es mayoritariamente de corto plazo, mientras que alrededor del 57% de la cartera por vencer tiene plazos mayores a un año.

La exposición por riesgo de tasa del margen financiero es $\pm 1.55\%$ y de $\pm 3.59\%$ la sensibilidad de recursos patrimoniales; sin embargo, se estima que, en un escenario de estrés y mayor control de tasas, la capacidad de la Cooperativa para afrontar la fluctuación de las tasas de interés es baja dada la alta competitividad en el mercado.

En efecto, la sensibilidad del valor patrimonial es mayor, reflejando los efectos potenciales de los cambios en las condiciones del mercado sobre el patrimonio.

Riesgo de Liquidez y Fondeo



Fuente: CACPECO
Elaboración: BWR

Si bien los niveles de liquidez de CACPECO son adecuados y cubren con holgura los requerimientos de ley; frente a 2014 tienden a presionarse. El mayor riesgo de liquidez de la institución viene por concentración; de acuerdo a los reportes preparados por la COAC no existen posiciones de liquidez en riesgo.

A jun-2015, los depósitos de terceros muestran mayor diversificación, ya que los 25 mayores depositantes caen al 18.8% de las obligaciones con el público; sin embargo el nivel de exposición, al comportamiento de sus clientes, en balance

incrementa (representan el 51.22% de los activos líquidos). En consecuencia, el movimiento de uno de ellos tendría un fuerte impacto en el balance de la institución.

La contracción de las fuentes de financiamiento del mercado, la no exigencia de encaje bancario, ni de aportes y garantías al Fideicomiso de Garantía del Fondo de Liquidez, preocupa en una coyuntura económica en desaceleración.

La principal fuente de fondeo de la Cooperativa son las obligaciones con el público, representan el 90.7% del fondeo y crecen 10.30% anual. La composición de depósitos de terceros es: 39.84% depósitos a la vista, 55.26% depósitos a plazo y 4.91% depósitos restringidos. Frente a jun-2014 los depósitos de plazo fueron el rubro de mayor crecimiento, como resultado de la estrategia de la institución de captar fondos a mayor plazo. La estructura del fondeo es prioritariamente de corto plazo (hasta 90 días).

La estructura de balance de la Cooperativa presenta un riesgo de descalce de plazos, en el escenario contractual, la mayor brecha acumulada negativa se da en la sexta banda de 91 a 180 días y representa el 97.65% de los activos líquidos.

Como medida de contingencia de liquidez, la Cooperativa tiene una línea de crédito abierta con Financoop por USD 7MM, de la cual ha utilizado el 40%.

Riesgo Operativo

Frente a la reactivación del volcán Cotopaxi, CACPECO ha implementado servidores espejo en Pujilí, site alterno diseñado y seleccionado por su ubicación geográfica como sitio seguro e instrumentalizado bajo los estándares tecnológicos y de calidad estipulados para garantizar la funcionalidad de la institución en caso de emergencia.

CACPECO tiene varios años trabajando sobre el manejo de riesgo operativo; de hecho les ha tomado dos años la creación de su metodología propia, que es un híbrido entre Mossler y metodología cuantitativa, con el fin de determinar: impacto, frecuencia y severidad. Tienen un seguimiento de forma mensual.

El modelo de la institución considera 5 parámetros fundamentales a través de puntuaciones; en base a los procedimientos involucrados se determinan los puntos de mayor riesgo operativo. En la práctica se emplea una plantilla definida con una matriz de 3x3 (alto, medio y bajo).

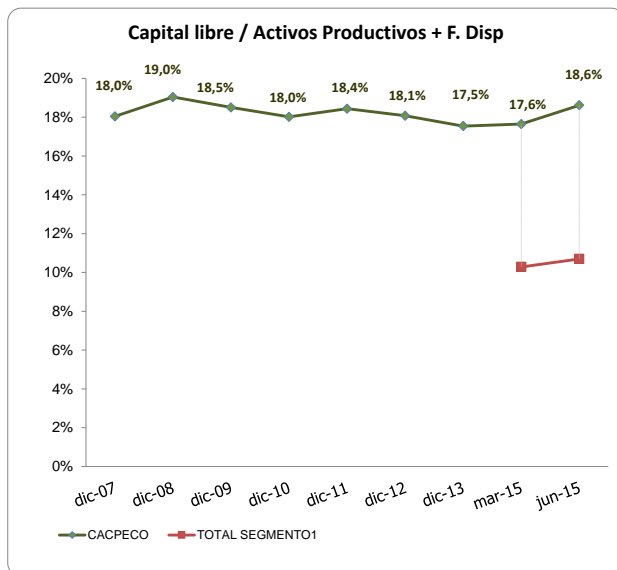
El levantamiento de información es manual; todas las oficinas y el sistema recogen todos los eventos



de riesgo los primeros cinco días de cada mes. Sin embargo, van a automatizar el proceso hacia 2016. En este sentido CACPECO cuenta con matrices de cumplimiento alineados a la normativa.

Si bien en CACPECO va generándose una cultura de control de riesgo, la institución no cuenta con un sistema automático aún; pero el objetivo es desarrollar un software que se adapte a sus necesidades y sea incorporado en el core financiero actual.

Suficiencia de Capital



Fuente: CACPECO
Elaboración: BWR

Los indicadores de solvencia que mantiene la COAC son adecuados y cubren los riesgos propios del negocio. A futuro es deseable mantenerlos, especialmente frente a procesos de crecimiento del nivel de negocios y posibles contingencias con respecto a la erupción del Volcán Cotopaxi.

CACPECO mantiene niveles de solvencia patrimonial superiores a la media del sistema cooperativo y del sistema bancario, lo que representa una fortaleza para la institución. A jun-2015, el índice de patrimonio técnico para los activos productivos promedio fue de 23.49% frente a un promedio del segmento 1 del sistema de cooperativas de 16.52%.

La institución mantiene un patrimonio de buena calidad, con el 89.73% del PT colocado en patrimonio primario, especialmente por los aportes de los socios. Si bien la Cooperativa ha demostrado que puede crecer, en captaciones de socios y aportes nuevos, pese a la presión de la competencia; el ritmo de aumento es modesto (9.42% anual).

Debido a la normativa, como COAC, el

fortalecimiento patrimonial de la institución proviene de dos vías: el incremento de los aportes de los socios vigentes y nuevos, y la incorporación de las utilidades; por dicha vía, CACPECO ha logrado fortalecer su patrimonio de manera recurrente en el último lustro.

CACPECO mantiene niveles de capital libre superiores al sistema cooperativo y al sistema bancario. Consideramos que estos niveles son necesarios tomando en cuenta la coyuntura actual de la actividad volcánica del Cotopaxi.

De acuerdo a estudios realizados por la administración en un peor escenario de erupción la cartera en riesgo podría aumentar en USD 30MM. Dentro de este posible aumento en cartera en riesgo, el 1.3% tiene garantías por certificados de depósitos (backtoback), el 48.4% tiene garantías hipotecarias y prendarias con seguro catastrófico que cubre erupción volcánica (aseguradora Sweaden). Esta posible exposición representa el 90% del capital libre actual (USD 33MM).

El estudio de impacto se basó en reportes técnicos por parte de expertos en erupciones volcánicas y la Secretaría de Gestión de Riesgos en base a procesos eruptivos históricos. Es imposible determinar con exactitud la vulnerabilidad de una nueva erupción, sin embargo, consideramos que el indicador de capital libre actual otorga un nivel razonable para afrontar posibles deterioros en la calidad de activos.

CACPECO

(\$ MILES)	TOTAL SEGMENTO1	dic-12	dic-13	jun-14	dic-14	mar-15	jun-15
ACTIVOS							
Depositos en Instituciones Financieras	357.114	15.788	14.314	13.438	17.564	15.586	19.376
Inversiones Brutas	605.943	11.937	19.807	23.354	23.424	29.120	25.465
Cartera Productiva Bruta	4.031.001	96.961	110.361	117.891	121.611	121.824	128.114
Otros Activos Productivos Brutos	7.808	248	299	352	369	426	427
Total Activos Productivos	5.001.866	124.935	144.780	155.035	162.967	166.956	173.382
Fondos Disponibles Improductivos	267.524	5.084	4.490	5.220	10.438	6.027	5.007
Cartera en Riesgo	214.135	3.009	4.555	5.680	5.285	6.473	6.172
Activo Fijo	122.804	2.330	2.313	2.306	2.189	2.181	2.466
Otros Activos Improductivos	120.517	1.721	2.471	2.797	3.001	3.844	3.023
Total Provisiones	(235.751)	(6.514)	(6.905)	(7.657)	(7.908)	(8.330)	(8.509)
Total Activos Improductivos	724.980	12.143	13.829	16.004	20.913	18.525	16.667
TOTAL ACTIVOS	5.491.095	130.564	151.704	163.382	175.972	177.151	181.540
PASIVOS							
Obligaciones con el Público	4.345.081	91.680	108.000	119.335	127.014	127.830	131.630
Depósitos a la Vista	1.643.197	44.595	49.743	50.088	54.078	50.365	52.438
Operaciones de Reporto	-	-	-	-	-	-	-
Depósitos a Plazo	2.603.149	42.549	52.906	63.450	66.854	71.245	72.736
Depósitos en Garantía	0	-	-	-	-	-	-
Depósitos Restringidos	98.735	4.536	5.351	5.797	6.082	6.220	6.456
Operaciones Interbancarias	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Inmediatas	264	-	-	-	-	-	-
Aceptaciones en Circulación	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Financieras	219.767	11.106	10.526	8.559	9.703	8.210	8.451
Valores en Circulación	-	-	-	-	-	-	-
Oblig. Convert. y Aportes Futuras Capitaliz	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por Pagar y Otros Pasivos	139.875	3.736	4.560	4.120	5.795	6.423	5.105
Provisiones para Contingentes	7	13	6	8	4	1	0
TOTAL PASIVO	4.704.994	106.534	123.092	132.023	142.516	142.464	145.186
TOTAL PATRIMONIO	787.017	24.029	28.612	31.359	33.456	34.687	36.355
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	5.492.012	130.564	151.704	163.382	175.972	177.151	181.540
CONTINGENTES	12.521	250	125	164	73	12	2
RESULTADOS							
Intereses Ganados	335.254	16.086	18.370	10.639	22.368	5.699	11.780
Intereses Pagados	135.106	4.882	5.958	3.635	7.511	1.978	4.059
Intereses Netos	200.148	11.203	12.412	7.004	14.857	3.722	7.721
Otros Ingresos Financieros Netos	40	(3)	8	0	2	0	0
Margen Bruto Financiero (IO)	200.188	11.201	12.420	7.004	14.858	3.722	7.721
Ingresos por Servicios (IO)	4.727	160	163	139	255	48	98
Otros Ingresos Operacionales (IO)	2.605	29	34	21	42	42	48
Gastos de Operación (Goperac)	133.032	5.456	6.661	3.353	7.567	1.822	3.665
Otras Perdidas Operacionales	54	8	24	10	14	26	31
Margen Operacional antes de Provisiones	74.434	5.926	5.932	3.802	7.575	1.963	4.171
Provisiones (Goperac)	36.474	1.203	375	1.354	1.935	637	896
Margen Operacional Neto	37.960	4.724	5.558	2.448	5.640	1.327	3.275
Otros Ingresos	18.226	435	413	809	1.057	316	578
Otros Gastos y Perdidas	3.154	0	1	3	2	5	2
Impuestos y Participación de Empleados	16.904	1.621	1.826	964	2.440	485	1.141
RESULTADOS DEL EJERCICIO	36.128	3.537	4.144	2.290	4.255	1.153	2.710

CACPECO

(\$ MILES)	TOTAL SEGMENTO1	dic-12	dic-13	jun-14	dic-14	mar-15	jun-15
CALIDAD DE ACTIVOS							
Act. Productivos + F. Disponibles	5.269.390	130.018	149.270	160.255	173.405	172.983	178.389
Cartera Bruta total	4.245.136	99.970	114.916	123.571	126.895	128.296	134.285
Cartera Vencida	77.147	1.257	2.198	2.577	3.056	3.446	3.447
Cartera en Riesgo	214.135	3.009	4.555	5.680	5.285	6.473	6.172
Cartera C+D+E	n/d	2.201	3.484	4.215	4.254	4.531	4.842
Provisiones para Cartera	(227.043)	(6.477)	(6.821)	(7.560)	(7.800)	(8.203)	(8.378)
Activos Productivos / T.A. (Brutos)	87,33%	91,14%	91,28%	90,64%	88,63%	90,01%	91,23%
Activos Productivos / Pasivos con Costo	109,73%	122,06%	122,39%	121,42%	119,29%	122,92%	123,84%
Cartera Vencida / T. Cartera (Bruta)	1,82%	1,26%	1,91%	2,09%	2,41%	2,69%	2,57%
Cartera en Riesgo/T. Cartera (Bruta)	5,04%	3,01%	3,96%	4,60%	4,16%	5,05%	4,60%
Cartera en riesgo+reestructurada x vencer / T. Cartera (Bruta)	5,10%	3,01%	3,96%	4,60%	4,16%	5,05%	4,60%
Cartera C+D+E / T. Cartera (Bruta)	n/d	2,20%	3,03%	3,41%	3,35%	3,53%	3,61%
Prov. de Cartera+ Contingentes/ Cart en Riesgo	106,03%	215,69%	149,88%	133,24%	147,67%	126,75%	135,75%
Provisiones de Cartera + Contingentes / Cartera en Riesgo + Reestructurada por vencer	104,87%	215,69%	149,88%	133,24%	147,67%	126,75%	135,75%
Prov. de Cartera +Contingentes /Cartera CDE	n/d	294,82%	195,96%	179,54%	183,46%	181,05%	173,03%
Prov de Cartera / T. Cartera (Bruta)	5,35%	6,48%	5,94%	6,12%	6,15%	6,39%	6,24%
Prov con Conting sin invers. / Activo CDE	n/d	292,25%		178,07%	181,73%	179,51%	171,52%
25 Mayores Deudores /Cart. Bruta y Conting.	n/a	2,55%	0,50%	1,90%	2,41%	2,02%	2,09%
25 Mayores Deudores / Patrimonio	n/a	10,64%	2,01%	7,52%	7,40%	7,46%	7,72%
Cart CDE+ Catigos periodo +Venta cart E /Cartera Bruta pr	n/d	2,40%	3,24%	3,54%	3,67%	3,62%	3,83%
Recuperación Ctgos periodo / ctgos periodo anterior						0,00%	0,00%
Ctgo total período / MON antes de provisiones	1,09%	0,00%	0,00%	0,00%	2,41%	4,59%	3,87%
Castigos Cartera (Anual)/ Cartera Bruta Prom.	0,04%	0,02%	0,00%	0,00%	0,15%	0,28%	0,25%
CAPITALIZACION							
PTC / APPR	16,52%	21,97%	21,76%	21,90%	22,93%	22,62%	23,49%
TIER I / APPR	13,88%	17,69%	17,76%	19,59%	19,27%	20,76%	21,08%
PTC / Activos y Contingentes	0,00%	17,38%	18,07%	18,44%	18,32%	18,90%	19,34%
Activos Fijos +Activos Fideicom/ Patr. Técnico	17,66%	10,25%	8,43%	7,65%	6,79%	6,52%	7,02%
Capital libre (USD M)**	563.282	23.496	26.184	28.240	30.893	30.519	33.203
Capital libre / Activos Productivos + F. Disp	10,69%	18,07%	17,54%	17,62%	17,82%	16,51%	18,61%
Capital Libre / Patrimonio + Provisiones	55,18%	76,90%	73,71%	72,37%	74,68%	70,95%	74,01%
TIER I / Patrimonio Técnico	84,06%	80,51%	81,63%	89,44%	84,03%	91,79%	89,73%
Patrimonio/ Activo Neto Promedio (Apalancamiento)	15,29%	20,22%	20,27%	19,90%	20,42%	19,65%	20,34%
TIER I / Activo Neto Promedio	12,11%	15,40%	15,87%	17,12%	16,54%	17,40%	17,62%
RENTABILIDAD							
Comisiones de Cartera	5	-	-	-	-	-	-
Ingresos Operativos Netos	207.466	11.382	12.593	7.155	15.142	3.786	7.836
Result. antes de impuest. y particip. trab.	53.033	5.158	5.970	3.255	6.695	1.638	3.851
Margen de Interés Neto	59,70%	69,65%	67,57%	65,83%	66,42%	65,30%	65,54%
ROE	9,75%	16,25%	15,74%	15,28%	13,71%	15,53%	15,53%
ROE Operativo	10,24%	21,70%	21,11%	16,33%	18,17%	15,58%	18,76%
ROA	1,40%	2,98%	2,94%	2,91%	2,60%	2,61%	3,03%
ROA Operativo	1,47%	3,97%	3,94%	3,11%	3,44%	3,01%	3,66%
Inter. y Comis. de Cart. Netos /Ingr Operat.Net.	96,48%	98,43%	98,56%	97,89%	98,12%	98,31%	98,53%
Intereses y Comis. de Cart. Netos /Activos Productivos Pror	8,55%	9,80%	9,20%	9,34%	9,66%	9,02%	9,18%
M.B.F. / Activos Productivos promedio	8,55%	9,80%	9,21%	9,34%	9,66%	9,02%	9,18%
Gasto provisiones / MON antes de provisiones	49,00%	20,30%	6,32%	35,61%	25,54%	32,42%	21,49%
Gastos Operacionales / Ingr. Operativos Netos	81,70%	58,50%	55,87%	65,79%	62,75%	64,95%	58,21%
Gastos Operacionales sin Prov/ Ingr Oper Netos	64,12%	47,93%	52,89%	46,87%	49,97%	48,13%	46,77%
Gto Operacionales (Anual)/ Activos N Prom	6,58%	5,60%	4,99%	5,98%	5,80%	5,57%	5,10%
LIQUIDEZ							
Fondos Disponibles	624.638	20.872	18.804	18.658	28.002	21.613	24.383
Activos Liquidos (BWR)	966.382	32.280	38.411	41.950	51.395	50.118	48.309
25 Mayores Depositantes	-	17.047	19.830	22.632	24.336	24.531	24.743
100 Mayores Depositantes	-	-	-	-	-	35.335	36.056
Indice Liquidez Estructural 1ra Línea (SBS)	31,99%	44,03%	46,60%	48,14%	54,29%	53,34%	50,22%
Indice Liquidez Estructural 2da Línea(SBS)	27,19%	32,99%	33,97%	33,86%	38,64%	38,16%	36,49%
Requerimiento de Liquidez Segunda Línea	n/a	9,41%	9,24%	10,31%	9,53%	9,88%	9,94%
Cobertura Liquidez Estructural Segunda Línea	n/a	350,56%	367,61%	328,43%	405,50%	386,24%	367,10%
Mayor brecha acum de liquidez / Act. Liquidos	n/a	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-101,11%	-97,65%
Activos Liq. (BWR)/Pasivos corto plazo(BWR)	31,99%	44,03%	46,60%	48,14%	54,29%	53,34%	50,22%
Fondos Disp. / Pasivos CP(BWR)	20,68%	28,47%	22,81%	21,41%	29,58%	23,00%	25,34%
25 May. Deposit./Oblig con el Público	0,00%	18,59%	18,36%	18,97%	19,16%	19,19%	18,80%
25 May. Deposit./Activos Liquidos (BWR)	0,00%	52,81%	51,63%	53,95%	47,35%	48,95%	51,22%
RIESGO DE MERCADO							
Riesgo de tasa Margen Fin/Patrimonio (1% var)	n/a	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-1,40%	0,00%
Riesgo de tasa Val. Patrim/Patrimonio (1% var)	n/a	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,35%	0,00%

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

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. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, 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 cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación 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 2015.