



Ecuador

Primer seguimiento

Fondo de Inversión Colectivo REIT 03

oct-23	abr-24
AAA	AAA

AAA: Corresponde a las cuotas de los fondos colectivos en los que la administradora de fondos tiene una excelente capacidad técnica, operativa y económica; su política de inversión es excelente y el riesgo es casi nulo. El proyecto a desarrollarse tiene una perspectiva de excelente rentabilidad y seguridad.

Administradora del Fondo:
FIDUCIA S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos

Contactos:

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

Ma. Augusta San Martin
(5932) 226 9767 ext. 113
asanmartin@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación otorgada a las cuotas de participación del Fondo de Inversión Colectivo REIT 03 en **AAA**.

La calificación se basa en la capacidad técnica, operativa y económica de la Fiduciaria, así como en las características de la estructura, que atenúan los riesgos principales asociados al fondo, y en la calidad del portafolio de inversión. Los ejecutivos clave de FIDUCIA S.A. respaldan experiencia financiera. La Administradora cuenta con infraestructura tecnológica adecuada y sus estados financieros exponen solvencia patrimonial y resultados positivos consistentes.

Los inmuebles adquiridos por el fondo, ubicados en zonas comerciales importantes dentro de Quito, mantienen contratos de arrendamiento vigentes por un plazo de 11 años. Dichos contratos establecen tarifas definidas de forma previa durante toda la duración del contrato, junto con penalidades por incumplimiento. Estas propiedades son ocupadas por empresas de larga trayectoria en el mercado ecuatoriano, las cuales han sido inquilinas de estos inmuebles durante varios años.

Durante los 10 años de vigencia estimada del fondo, se mitiga el riesgo de fluctuación en el precio de los inmuebles adquiridos gracias a diversos factores. En primer lugar, la ubicación estratégica de estos inmuebles desempeña un papel fundamental en la estabilización de su valor. Además, la calidad de los arrendatarios, empresas con una sólida trayectoria en el mercado ecuatoriano, proporciona una capa adicional de seguridad. Asimismo, es relevante destacar la posibilidad de que los propios arrendatarios adquieran los inmuebles al término del fondo, como se establece en uno de los contratos de arrendamiento. Por último, los inversionistas recibirán dividendos anuales, lo que reduce la sensibilidad de la rentabilidad al flujo final de liquidación del fondo.

Se ha implementado una medida para mitigar el riesgo de daños a los bienes, tanto por desastres naturales como por terceros, mediante la inclusión en cada contrato de arrendamiento la obligación de contratar seguros Todo Riesgo y de daños a terceros endosados a favor del Fondo, con el fin de salvaguardar su patrimonio.

Los escenarios de estrés analizados incluyen supuestos relacionados a fluctuaciones en el grado de ocupación de los inmuebles arrendados; variaciones en el precio de los arriendos; fluctuación en el precio de los inmuebles, e incrementos en la tasa de financiamiento, bajo distintos escenarios de apalancamiento. Con base en este análisis podemos concluir que es altamente probable que la rentabilidad del fondo en el largo plazo sea positiva.

La perspectiva del fondo es estable, y podría variar en el caso que se presentaran situaciones no previstas que afectaran de forma significativa su liquidez y/o perspectivas de rentabilidad a largo plazo.



Alcance de la Calificación

El fondo de inversión colectivo REIT 03 emitió cuotas de participación, que son instrumentos de renta variable, por lo cual, el fondo no garantiza los rendimientos específicos que pueda generar, ni la devolución del capital.

Las calificaciones otorgadas a fondos colectivos y otros instrumentos de renta variable no son comparables con las calificaciones otorgadas a instrumentos de renta fija. La calificación del fondo se basa en un análisis prospectivo de los factores cualitativos y cuantitativos de riesgo y sus mitigantes. Se analizará el enfoque estratégico del fondo, su política y filosofía de inversión, procesos operativos y recursos tecnológicos, experiencia de la administración y la fiduciaria a cargo, así como la calidad de portafolio de inversiones. Adicionalmente, se evaluará el plan de negocios en distintos escenarios de estrés, para determinar la sensibilidad de los retornos frente a cambios propios de la estructura financiera del fondo y sistemáticos.

En el análisis financiero, la calificadoradora se enfoca en los distintos riesgos a los que puede estar expuesto el fondo y sus mitigantes, para estimar el riesgo de que los partícipes no recuperen al menos su capital invertido al final del horizonte de inversión. No obstante, lo dicho no puede interpretarse como una garantía de ningún tipo respecto al desempeño futuro del fondo y la rentabilidad mínima que generará.

Las calificaciones de fondos de BWR no incluyen el *riesgo de evento*, definido como un acontecimiento no anticipado de carácter natural o social y de baja probabilidad de ocurrencia. Importantes riesgos de eventos para fondos incluyen cambios repentinos, dramáticos e inesperados en los precios o la liquidez de los mercados financieros y decisiones regulatorias adversas, cambios en la administradora de fondos, fraude u otros desajustes imprevistos en el control interno y gobierno corporativo, así como litigaciones y liquidaciones masivas impulsadas por factores previamente mencionados, u otros motivos. Este tipo de eventos se considerarán en la calificación en la medida en que ocurran.

La calificación otorgada considera un horizonte de inversión de 10 años, que es el plazo definido para la liquidación del fondo. El riesgo de mercado y/o liquidez proveniente de la salida anticipada a través de la venta de las cuotas de participación en el mercado de valores no es un factor considerado en la calificación.

Perfil

Fondo Colectivo de Inversión Inmobiliaria de Largo Plazo

El Fondo REIT 03 tiene como finalidad primordial invertir en la compra de bienes inmuebles, para su arriendo a personas jurídicas nacionales o extranjeras. Dichos inmuebles sean recomendados por su Comité Inmobiliario y aprobados por el Comité de Inversiones de la Administradora.

Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles será la Administradora del fondo. Esta entidad se halla legalmente facultada para actuar como fiduciaria de negocios fiduciarios, procesos de titularización y fondos de inversión.

El fondo empezó a colocar a partir del 1 de noviembre de 2023 a través de oferta pública cuotas de participación por una suma máxima de USD 11,77 millones, dividido en cuotas de participación de un valor de colocación primaria de USD 1 cada una, y de iguales características.

Las cuotas de participación se mantienen como valores de oferta pública desmaterializados. La declaración de punto de equilibrio se efectuó el 28 de noviembre 2023, con presencia bursátil negociables en el mercado secundario, al valor dado por la oferta y la demanda de estas. Las cuotas no serán rescatables, por lo cual, si un partícipe quisiera liquidar su exposición en el fondo, deberá recurrir al mercado secundario para su comercialización a través de las bolsas de valores nacionales.

La valoración de las cuotas en circulación se realiza en proporción al valor patrimonial del fondo y corresponderá al resultante de dividir el patrimonio neto del fondo para el número de cuotas colocadas.

Los beneficios netos del Fondo serán repartidos entre todos los inversionistas de manera anual a partir de la certificación del punto de equilibrio, dentro de los primeros 90 días hábiles posteriores al vencimiento de cada año calendario, pero únicamente hasta el valor equivalente al monto de la utilidad neta existente al cierre de año menos el valor correspondiente a la amortización de capital del crédito o los créditos que hubieren sido contratados. La Asamblea de Inversionistas podrá determinar posteriormente una periodicidad distinta de distribución de beneficios netos, pero nunca podrá ser inferior a un mes.

El fondo estará vigente hasta por 10 años a partir del cumplimiento del punto de equilibrio, vencido el cual el Administrador procederá a liquidar el fondo.



Las contrapartes del Fondo, en sus distintas etapas, se mantienen sin cambios y se detallan en el informe de calificación inicial. se detallan a continuación.

- **Administrador:** Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles.
- **Calificadora de Riesgos:** Calificadora de Riesgos BankWatch Ratings del Ecuador S.A.
- **Estructurador Financiero y agente colocador:** Probroskers S.A. Casa de Valores.
- **Custodio:** Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
- **Peritos evaluadores:** Para el presente estudio hemos recibido avalúos de las inmobiliarias La Coruña y Avalinco Cía. Ltda.
- **Comité Inmobiliario:** compuesto por 3 miembros.
- **Comité de Inversiones:** Se refiere al Comité de Inversiones de Fiducia.

A dic-2023, los inmuebles adquiridos por el fondo REIT 03 constituyen 3 bienes que comprenden: Locales comerciales que ocupa MULTICINES está ubicado en el interior del Centro Comercial Iñaquito "CCI" ubicado en la esquina de las avenidas Amazonas y Naciones Unidas, en el barrio Parque de La Carolina, en la Parroquia de Iñaquito, al Norte de la ciudad de Quito, Oficinas 9 (465m²) y 10 (465m²), 21 parqueaderos, 3 rack de 42 unidades en el Edificio Torre Rumiñahui ubicado en la Av. República N. 600 y, 7 pisos altos y un subsuelo que se encuentra declarado en propiedad horizontal y alberga 7 oficinas y 14 parqueaderos (1025 m² de oficinas) en el Edificio Diners ubicado en Av. República e6-573 y Eloy Alfaro. La compra inicial de inmuebles se realizó con un descuento promedio sobre su valor comercial de 6%.

Entorno macroeconómico y riesgo sectorial

El entorno operativo del Ecuador se enfrenta a un escenario complejo, de incertidumbre en el corto y mediano plazo. Según las cifras oficiales, en términos reales el PIB de cierre de 2023 podría acercarse al PIB prepandemia. Para el año 2023 la última estimación del BCE es de 1.5% y se prevé un crecimiento de 0.8% para el año 2024. Es probable que estas cifras varíen en función de la nueva metodología de año base para su cálculo.

La situación política que atravesó el país en el año 2023 a raíz de las elecciones adelantadas tuvo como resultado la elección del nuevo presidente Daniel Noboa, que enfrenta una situación de crisis económica especialmente por el alto déficit fiscal acumulado de gobiernos anteriores, agravada por el

incremento significativo de la violencia de grupos de delincuencia organizada que ha soportado el país en los últimos meses.

En el inicio de su gestión el presidente Noboa envió a la Asamblea el Proyecto de Ley Orgánica de Eficiencia Económica y Generación de Empleo con carácter de "urgente", el cual fue aprobado por la Asamblea Nacional en diciembre 2023, esta Ley otorga exenciones y beneficios tributarios para varios sectores de contribuyentes con la finalidad de mejorar la recaudación fiscal y dar incentivos para apoyar la reactivación económica y el empleo.

Además, para enfrentar la coyuntura de incremento del crimen y la violencia en el país, se adoptaron varias medidas que incluyen la declaración de conflicto armado interno para enfrentar a estos grupos, calificados como terroristas. Adicionalmente, se aprobaron cargas impositivas temporales y el incremento del IVA. Dichas medidas permitirán mejorar la situación de liquidez fiscal y generar recursos que estarían disponibles para enfrentar el conflicto y parte de las demás obligaciones fiscales pendientes.

Durante el 2023 Ecuador accedió a diferentes créditos con entidades multilaterales con desembolsos por un monto de USD 1,544MM para el financiamiento de proyectos sociales¹. A inicios de mayo de este año (2023) se firmó un acuerdo de financiamiento con Credit Suisse por la emisión de Bonos Azules en favor de la reserva marina de las Galápagos y conservación del ecosistema marino. La emisión es una estrategia de recompra de parte de la deuda externa, la reduce en 5% a USD 16,685 millones, se compró en USD 0.40 cada dólar de deuda. Este financiamiento permite mejorar la gestión de deuda pública además de impulsar la inversión en sostenibilidad².

Adicionalmente, en el segundo trimestre de 2023 el Banco Mundial aprobó un préstamo para el país por USD 300 millones con tasa de interés variable, periodo de gracia de 3 años y medio y reembolsable en 20 años; el programa es para ampliar un proyecto de financiación con fines productivos para MIPYMES de CFN y con apoyo del sector financiero privado³. Sin embargo, el gobierno no considera que este financiamiento será suficiente para afrontar los

¹<https://www.finanzas.gob.ec/https-wwwdeuda-publica-nueva-metodologia/>

² El Comercio - <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador/canje-deuda-externa-bonos-azules-pondria-riesgo-soberania-galapagos.html>

³ Expreso - <https://www.ecuadorenvivo.com/index.php/economia/item/162131-el-banco-mundial-aprueba-credito-de-300-millones-de-dolares-para-ecuador>



posibles efectos adversos del fenómeno del niño, por lo que a julio Ecuador ya solicitó una ampliación del cupo disponible en el BID y espera que el Banco Mundial apruebe un crédito adicional por USD 150MM.⁴

Respecto a la recaudación tributaria, el SRI anunció un aumento en la recaudación del año 2023 de 1.5% (+ USD 250MM) frente al año 2022. Esto como resultado de mayores recaudaciones de Impuesto a la renta e IVA⁵. Por otro lado, en junio de 2023 entró en vigor la Ley para el Fortalecimiento de la Economía Familiar, que contempla ocho cambios para los contribuyentes respecto principalmente al pago del impuesto a la renta (deducción de gastos y tabla de IR)⁶. Esta ley eliminó y redujo 15 impuestos, sin embargo, esto no afectó a la recaudación⁷.

En cuanto al presupuesto general del Estado, para el 2024, según el Decreto Ejecutivo No.79 del 12 de diciembre de 2023, llega a USD 32,064 MM, con un aumento del 1,8% respecto al codificado del año anterior. El financiamiento del presupuesto 2024, incluyó principalmente deuda interna (57%) y Multilaterales (43%)⁸. Además, planteó para 2024, un crecimiento del PIB del 0.8%, con un precio promedio del barril de petróleo de USD 66.7 y una producción de 156 MM de barriles si cierra el bloque ITT y una inflación del 2.1% (sin considerar el alza del IVA⁹).

El déficit llega a USD 8,200 MM si se incluye la obligación constitucional de incremento del gasto salud y educación (USD 1,200 MM); adicionalmente, serán necesarios USD 9,000 MM para cubrir pagos atrasados y vencimientos de deuda, por lo que las necesidades de financiamiento del déficit fiscal podrían llegar a USD 17,200 MM.¹⁰

⁴ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fenomeno-nino-multilaterales-creditos-emergencia/>

⁵ Boletín técnico anual SRI

⁶ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/reforma-tributaria-impuesto-renta-pronosticos-deportivos/>

⁷ <https://www.ecuavisa.com/noticias/economia/recaudacion-tributaria-incremento-enero-agosto-2023-AN5953367>

⁸ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/proforma-2024-financiamiento-de-10992-millones-que-es-la-tercera-parte-del-presupuesto-requiere-el-gobierno-para-cubrir-los-gastos-del-2024-nota/>

⁹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/proforma-presupuesto-gobierno-daniel-noboa-asamblea2024/>

¹⁰ <https://www.lahora.com.ec/pais/necesidades-financiamiento-millones-cubrir-deudas-gastos-2024/>

El precio del petróleo ha mantenido una tendencia creciente en los últimos meses alcanzando los USD 71,9 al final del 2023, luego de mantenerse estable alrededor de los USD 80 en el primer semestre del año. Instituciones de servicios financieros internacionales creen que las medidas tributarias tomadas facilitarían que Ecuador acceda a nuevos préstamos del FMI, ya que traerá recaudación de manera más rápida y esto es lo que necesita el país¹¹. Para el año 2024 la agencia de calificación Fitch Ratings prevé que los precios del petróleo Brent alcanzarán los 80 dólares por barril y que los precios del petróleo WTI rondarán los 75 dólares¹².

Es importante destacar que, en la consulta popular del 20 de agosto de 2023, la mayoría del país votó por detener la explotación petrolera en las áreas del campo ITT ubicadas dentro del Parque Nacional de Yasuní¹³. Este bloque petrolero representa casi el 12% de la producción petrolera del país. El BCE estima que la producción petrolera no fiscalizada podría llegar a unos 177 MM de barriles solo si no cierra el bloque petrolero ITT y de 172MM si cierra. El impacto económico de la aplicación de esta decisión no está definido claramente, pero las estimaciones por parte de analistas y de Petroecuador oscilan entre USD 148 millones y USD 690 millones anuales en promedio, además de un aumento del 0.4% en la tasa global de desempleo por efectos colaterales en otras industrias.¹⁴ Sin embargo, el presidente Noboa está en busca del camino legal para aplazar el cierre del bloque¹⁵.

La inestabilidad implícita en el comportamiento social y político ha tenido un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en un mayor rendimiento exigido por inversionistas extranjeros. Sin embargo, en los primeros meses del año 2024 con las acciones tomadas por el nuevo Gobierno en lo referente a seguridad y economía se observa un incremento en la confianza tanto de la población local como de los organismos internacionales.

¹¹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/acuerdo-fmi-iva-bancos-mercados/>

¹² <https://blog.roboforex.com/es/blog/2024/01/12/pronostico-del-crudo-de-petroleo-y-brent-predicciones-de-precios/>

¹³ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/orellana-sucumbios-consulta-itt-yasuni/>

¹⁴ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/los-efectos-del-cierre-del-itt-tambien-se-veran-en-el-desempleo-nota/>

¹⁵ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/proforma-presupuesto-yasuni-seguridad2024/>



La incertidumbre mantuvo al alza el riesgo país desde inicios de febrero de 2023 hasta la segunda vuelta de las elecciones presidenciales, cuando el indicador mejoró temporalmente por el resultado de estas, posterior a esto desde noviembre 2023 hasta enero-24 este indicador se disparó debido al incremento de la inseguridad y a la crisis carcelaria. En febrero 2024 el indicador está en torno a los 1,519 puntos debido a la aprobación de la reforma tributaria y medidas de seguridad tomadas (2080 punto al 27 de diciembre de 2023).

Por otro lado, la calificación de riesgo crediticio de largo plazo del país otorgada por Fitch Ratings fue reducida de B- a CCC+ en agosto de 2023. Esta modificación viene impulsada por la complejidad e incertidumbre del entorno operativo, lo cual incluye una perspectiva de deterioro en las finanzas públicas, presionadas por el resultado de la consulta sobre el Yasuní y las expectativas de mayor gasto fiscal. Esta acción de calificación incorpora el deterioro en la capacidad de pago y alto costo de endeudamiento del país tanto de fuentes internas como externas y la dificultad de acceder a un nuevo acuerdo con el FMI, lo cual limitaría el financiamiento por ese lado. La calificadora considera también que el riesgo político y de gobernabilidad se mantendrán elevados durante los próximos 18 meses. Lo expuesto justifica la expectativa de crecimiento para el Ecuador durante el 2024, de 0.8%¹⁶ según el BCE con información a enero 2024, como se ha manifestado anteriormente en este estudio.

Por otro lado, FITCH concuerda con otros analistas que las alternativas de financiamiento para el país provendrán de multilaterales, deuda interna y de la reducción de los depósitos en el Banco Central. Se considera que el país tendrá capacidad de honrar sus obligaciones en 2023 y 2024, pero que esta capacidad se ajustará en 2025 con las obligaciones al FMI y en el 2026 con los intereses de los bonos de deuda externa. En todo caso, el entorno operativo estará afectado por una contracción de liquidez la misma que ya se ha evidenciado desde 2023.

Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó un crecimiento del PIB de 2022 de 2.9%¹⁷ frente al año

¹⁶ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/2024-ano-retos-opportunidades-economico-184165.html>

¹⁷ BCE - Información estadística mensual No.2058

precedente, porcentaje que incorpora el impacto negativo del paro nacional, sobre la economía del país. En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento real y esperado de las principales variables macroeconómicas, tomados de las cuentas trimestrales y previsiones del BCE.

Indicador	2022	2023p	2024p
Producto Interno Bruto (PIB)	3.0%	1.5%	0.8%
Exportaciones	2.5%	1.7%	-7.0%
Importaciones	4.5%	2.6%	-3.3%
Consumo Final Gobierno	4.5%	0.6%	0.7%
Consumo Final Hogares	4.6%	2.8%	2.3%
Formación Bruta de Capital Fijo	2.5%	-0.1%	-0.1%

Fuente: BCE
Elaboración: BWR

A continuación, se muestra la evolución de la Reserva Internacional manejada por el Banco Central del Ecuador, según la política del gobierno de turno. Podemos mencionar que las reservas actualmente presentan niveles superiores a los observados antes de la pandemia, luego de hacer los pagos que corresponden y a pesar de la coyuntura económica desfavorable de los últimos años.



Fuente: BCE
Elaboración: BWR

El impacto para Ecuador del fenómeno de El Niño se espera que sea moderado, con afectación a nivel agrícola en varios cultivos como arroz, caña, cacao, plátano entre otros. Las fuertes lluvias del invierno en la costa han afectado en USD 200 millones, y la Cámara de Agricultura estima que el Niño provocará pérdidas por más de USD 500 millones, con más impacto en el arroz. Se están evaluando planes de contingencia y asistencia a los agricultores para reducir la proporción de la afectación como por ejemplo un bono para pérdidas a pequeños agricultores¹⁸. Los daños registrados y la expectativa

¹⁸ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fenomeno-nino-agricultores-perdidas/>



de pérdidas a nivel nacional en el corto y mediano plazo tienen impactos significativos en los precios de varios productos de la canasta básica. Ante la emergencia provocada por el fenómeno, la FAO (La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura) ha presupuestado un apoyo por USD 36.9 millones para las comunidades vulnerables que se verán afectadas; este apoyo comprende a varios países dentro de los cuales participa Ecuador. La organización destinará estos fondos para familias rurales vulnerables y además financiará capacitaciones para gestión de recursos hídricos, protección de ganado, pesca artesanal y cultivos, además de incentivar a los gobiernos a proveer de semillas resistentes a sequías y tomar medidas para proteger la seguridad alimentaria.¹⁹

Construcción y mercado inmobiliario

El ámbito inmobiliario se destaca como uno de los segmentos más dinámicos y competitivos dentro de la economía. De manera constante, surgen desafíos frescos y ventanas de oportunidad para los participantes de este sector, quienes deben ajustarse a las mutables demandas y expectativas de los clientes, además de incorporar los avances tecnológicos y las transformaciones en el panorama económico

En el contexto actual, el año 2024 emerge como un periodo de importancia para el sector inmobiliario en Ecuador, el cual experimenta crecimiento y evolución. De acuerdo con el informe más reciente de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) publicado en diciembre de 2023, se proyecta un crecimiento económico del 1.9 % para Ecuador durante este periodo, lo que se traduce en un aumento del Producto Interno Bruto (PIB) del país²⁰.

Un año más ha desaprovechado el sector de la construcción para revertir su decrecimiento y retornar, al menos, a los niveles prepandemia, cuando de enero a agosto se registraron más de 3,130 reservas de vivienda. En 2023, la cifra cayó - en ese mismo período- a 2,153 reservas: es decir, las ventas ya pactadas se han reducido en un 31% en relación con el 2019.

Las Vis y Vip ofrece oportunidades; los constructores coinciden en que los segmentos de Viviendas de

Interés Social (VIS) y de Interés Público (VIP) mantienen un dinamismo particular gracias al fideicomiso que subsidia la tasa de interés (4.9%) y permite financiar hasta el 95% del valor de la unidad a 25 años plazo.

En el 2019, se construyeron unidades VIS y VIP por un monto de 161 millones de dólares a nivel nacional; para el 2023, la cifra subió a 289 millones, según Henry Yandún.²¹

En el primer cuatrimestre del presente año, el PIB de la industria de la construcción registró un incremento del 3.5% frente al mismo periodo del 2022 y la construcción de edificios tuvo un desempeño del 15.1% por ciento, llegando a más de USD 598 millones de enero a abril del 2023.²² Pese a esto, para el 2023 y 2024 el Banco Central del Ecuador espera un crecimiento del sector de 1.1% y 1.7%, respectivamente, en términos constantes.

Aproximadamente el 46.3% de las edificaciones se financian con crédito, principalmente de bancos privados²³, por lo cual el desempeño de este sector, tanto desde la oferta como de la demanda, se encuentra influenciado por la disponibilidad de recursos de la banca. En este sentido, cabe indicar que el segundo trimestre del año ha estado marcado por la reducción de la liquidez en el Sistema Financiero Privado debido a la coyuntura macroeconómica, al incremento de riesgo país por las elecciones anticipadas y a la competencia por depósitos del sector cooperativo. Esto se ha reflejado en un aumento tanto de las tasas pasivas, como de las activas, especialmente para créditos productivos, cuyo límite regulatorio máximo ha aumentado.

Mercado de Fondos Colectivos de Inversión Inmobiliaria

En el mercado ecuatoriano existen adicionalmente dos fondos colectivos destinados a la inversión en activos inmobiliarios, por lo cual es un producto que se encuentra aún en desarrollo.

Sin embargo, su estructura financiera y operativa mantiene similitud con los REITS (Real Estate Investments Trust) del mercado estadounidense, las FIBRAS de los mercados mexicanos y fondos inmobiliarios en otros países de Latinoamérica.

¹⁹ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fao-apoyo-fenomeno-nino-ecuador/>

²⁰ VISTAZO - <https://www.vistazo.com/enfoque/cuales-seran-tendencias-oportunidades-mercado-inmobiliario-2024-FN6924326>

²¹ VISTAZO - <https://www.vistazo.com/portafolio/economia/ecuador-ocurre-con-sector-inmobiliario-y-prestamos-hipotecarios-AG6888640>

²² VISTAZO - <https://www.vistazo.com/enfoque/sector-construccion-requiere-mayor-impulso-reactivarse-EB5650897>

²³ VISTAZO - <https://www.vistazo.com/enfoque/sector-construccion-requiere-mayor-impulso-reactivarse-EB5650897>



Los *REITS* son sociedades anónimas, en su mayoría, que fueron instituidos desde inicios de los años sesenta como una forma societaria que permite a pequeños y medianos inversores obtener beneficios generados de la tenencia de bienes raíces sin tener que comprar un inmueble directamente.

Los fondos inmobiliarios o *REITS* poseen bienes inmuebles y obtienen beneficios derivados de los mismos o de operaciones relacionadas con ellos. Los activos que pueden poseer este tipo de fondos son edificios de oficinas, centros comerciales, departamentos, hospitales, hoteles, casas, entre otros. Se puede apreciar que en los mercados más desarrollados los fondos inmobiliarios tienden a especializarse según el tipo de activo que gestionan.

La rentabilidad de este tipo de fondos está dada principalmente por la valoración de bienes inmuebles de su propiedad, así como por los dividendos provenientes de los flujos de arrendamiento y/o venta de dichos activos.

Administración del Fondo

Experiencia fiduciaria y de administración

El Fondo de Inversión Colectivo REIT 03 está administrado por Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles (Fiducia en adelante). La administradora constituyó originalmente en 1985 bajo el nombre de Corporación Bursátil Fiducia S.A., y en 1995 mediante la reforma de sus estatutos, cambia a su denominación actual. Fue autorizada para administrar fondos de inversión y para representar fondos internacionales de inversión, en los términos de la Ley de Mercado de Valores, el 28 de febrero del 2013.

La Fiduciaria cuenta con una adecuada experiencia en la administración de fondos. A febrero-2024, Fiducia administra siete fondos administrados de inversión con un patrimonio neto agregado de USD 383,2MM, que representa el 35.2% del mercado. Adicionalmente, administra actualmente tres fondos colectivos inmobiliarios. La imagen y trayectoria de Fiducia se valora como positiva, y se refleja en el importante posicionamiento dentro de su industria.

Los objetivos estratégicos de la fiduciaria están relacionados a una expansión del negocio de la Compañía, el aumento de la rentabilidad de sus operaciones, el control de los niveles de riesgo en su cartera, el incremento de los niveles de satisfacción de sus clientes, y la implementación de sistemas y herramientas para mejorar sus procesos operativos y recursos humanos.

A febrero-2024 la administradora reporta activos por USD 12,7 millones, un patrimonio neto de USD 9,5 millones, y pasivos financieros de únicamente USD 26 mil. Su Patrimonio es holgado frente a los requerimientos normativos y al corte analizado registra una utilidad acumulada de USD 1,7 millones.

Los principales ejecutivos de la Administradora son profesionales con amplia experiencia en el sector financiero y real de la economía, y en la administración fiduciaria y de fondos de inversión, aspecto positivo que aporta positivamente para la gestión del fondo analizado.

Después de analizar la experiencia e historial de la administradora y del equipo de inversión en la administración de fondos; la calidad y estabilidad de los procesos operativos; la infraestructura tecnológica y los controles internos, se concluye que Fiducia S.A. está calificada para administrar el fondo analizado en este informe.

Sistemas tecnológicos, Controles internos y Políticas operacionales

Los fondos administrados por Fiducia tienen su propia contabilidad y sus activos se encuentran adecuadamente identificados y custodiados.

La infraestructura de procesamiento, almacenamiento y seguridad se encuentra centralizada y gestionada en el Data Center de un proveedor líder de infraestructura digital y tecnología en América, con presencia en 20 países, que ofrece soluciones integrales de redes de fibra, conectividad, colocación, nube, comunicación y colaboración para empresas. FIDUCIA mantiene un contrato de servicios gestionados para hosting y housing que incluye copias de seguridad y recuperación de datos para la plataforma productiva.

La fiduciaria cuenta con las medidas tecnológicas necesarias para la protección de sus servidores y de la información, como el uso de VPN, firewalls, MPLS, antispam, antivirus, protección contra intrusiones, escaneo de vulnerabilidades, así como respaldos diarios, semanales, mensuales y anuales entre otras.

Adicionalmente, Fiducia dispone de un Plan de Contingencia actualizado, para evitar que las operaciones normales dentro de la empresa se vean afectadas por imprevistos. En caso de algún incidente con su servidor, lo podrían restaurar aproximadamente en 3 horas.

La fiduciaria utiliza para el procesamiento de los datos, un sistema centralizado y especializado en



controlar la administración contable y operativa de fideicomisos y fondos, mediante la cual se gestionan la mayoría de sus operaciones. Este sistema está conformado por diversos módulos intercomunicados entre sí, que permiten compartir información y evitan redundancias en los datos. A través de este se puede gestionar de forma independiente cada fondo y fideicomiso, manejar las cuentas bancarias, y hacer un adecuado seguimiento de pagos, cobros y anulaciones.

Para la gestión de los procesos del negocio e internos, la empresa cuenta con la plataforma para gestión de procesos (BPM) que le permite modelar, implementar y ejecutar un conjunto de actividades o procesos interrelacionados. Con esta herramienta, la Administradora puede automatizar de manera sencilla cualquier proceso, incluidos los relacionados con Recursos Humanos, Control de Calidad, Compras, entre otros. Su principal beneficio es la detección y monitoreo de los puntos débiles y fortalece las actividades más importantes; por lo tanto, permite que la fiduciaria sea más flexible, competitiva y eficiente.

Para mantener informado al inversionista, la empresa dispone de un portal electrónico con información disponible a terceros, sobre los fondos de inversión administrados y una aplicación móvil que permite al cliente mantenerse informado y autogestionar sus fondos.

La gestión del personal de la fiduciaria se realiza mediante el sistema COMPERS, que facilita el monitoreo del capital humano y sus competencias a través de su automatización. Por otra parte, cuentan con el apoyo legal de la plataforma LEXIS, que ofrece una biblioteca con toda la normativa vigente del Ecuador y se actualiza constantemente. Con ello, el departamento legal de la empresa dispone de un respaldo para una toma de decisiones apropiada.

Desempeño Financiero del Fondo

A marzo 2024, el Fondo registra la adquisición de los bienes inmuebles, previamente determinados por el Comité de Inversiones y Comité Inmobiliario. Con ello, el Fondo posee la titularidad y puede recaudar el alquiler de los bienes.

Los inmuebles comprados por el fondo están terminados y mantienen contratos de arrendamiento vigentes con plazos mínimos de 11 años, con tarifas definidas contractualmente de forma previa durante el tiempo del contrato, y fuertes penalidades por incumplimiento. Los arrendatarios son empresas de primer nivel y trayectoria, que han efectuado fuertes inversiones

en acabados y adecuaciones y por tanto tienen un fuerte incentivo de permanecer en sus oficinas.

El cumplimiento en el pago de expensas por parte de los arrendatarios de los inmuebles del Fondo se logra mediante las actas de asambleas de copropietarios.

Al corte marzo 2024 de acuerdo con balances financieros del Fondo Reit 03, se ha cumplido con lo previsto en el estudio de factibilidad preparado por el estructurador financiero, contabilizando activos por \$12,3MM de los cuales el 95.64% corresponde a activos fijos por los bienes inmuebles adquiridos, y un 4.36% en activos corrientes. Del total de activos corrientes, un 33.90% está disponible en la cuenta bancaria del Fondo, un 33.63% se mantiene en depósitos a plazo, 24.58% pertenece a cuentas por cobrar, y un 7.89% en activos por impuestos corrientes. La totalidad de estos han sido financiados con el patrimonio neto del fondo mediante la suscripción de cuotas de participación.

Por su parte, los pasivos del Fondo, corte mar-2024, suman USD 217M, de los cuales el 83.13% (USD 180M) se concentra en garantías recibidas por contratos de arrendamiento y un 16.87% corresponde a obligaciones corrientes generadas por provisiones, estas se distribuyen en obligaciones prediales, (51.64%) tributarias (30.51%) y cuentas por pagar por administración (17.86%). En este sentido el pasivo crece en 20.30% en relación con la estimación inicial que describía únicamente a las garantías recibidas como su pasivo total.

Respecto al patrimonio neto del Fondo, a la fecha de análisis este registró USD 12.08MM, constituidos en su mayoría por el capital aportado por sus partícipes. A mar-2024 el Fondo cuenta con 6 partícipes, siendo estas personas jurídicas y su mayor partícipe concentra el 46.73% del patrimonio del Fondo. Al ser un fondo cerrado, la concentración de partícipes no genera riesgos de liquidez.

Por otra parte, los ingresos del Fondo, según balances internos a dic-2023, contabilizaron USD 94,8M de los cuales USD 90,1M (95.05%) corresponden al cobro de alquiler de los inmuebles y USD 4,6M (4.95%) a intereses financieros. A mar-2024 los ingresos mensuales por concepto de alquiler se mantienen de acuerdo con lo previsto, con un incremento promedio del 1.68% con respecto al canon de arrendamientos mensuales de dic-2023 y conforme lo proyectado en su estudio de factibilidad. Adicionalmente, el Fondo registra ingresos financieros por valor de USD 7,5M (2.64% del total de ingresos) que corresponde a intereses pagados por el saldo en cuentas bancarias y depósitos a plazo en entidades bancarias.



Con relación a los gastos, a la fecha de corte estos suman USD 47,2M y están conformados por gastos por servicios de administración (51%) e impuestos y valores municipales (49.00%). Los gastos administrativos no contemplan gasto por primas de seguros ya que estos, según contratos de arrendamiento, lo asumen sus arrendatarias. Cabe señalar que el fondo no mantiene créditos bancarios, sin embargo, el fondo tiene la potestad de endeudarse para realizar la compra de otros inmuebles, previo al análisis financiero del Administrador y la verificación del cumplimiento de métricas de apalancamiento y cobertura.

Los supuestos de proyección parten del escenario planificado en el escenario base, se estima una inflación anual de 2% para los gastos que podrían variar a futuro (auditoría externa, avalúos y calificación de riesgo). El escenario base considerado por la calificadora incorpora adicionalmente una comisión por corretaje de 4% en la liquidación de los inmuebles.

Con respecto a los ingresos por arriendo se utiliza el valor mensual USD 91,646 para el año 2024, que corresponde a la sumatoria de los cánones de arrendamiento de los inmuebles adquiridos por el fondo. Este valor se incrementa en 1.67% promedio cada inicio de año, en función de las condiciones establecidas en cada contrato de largo plazo. El alquiler anualizado representa en promedio el 9.48% del valor de compra; este indicador se ajustará anualmente. Para los ingresos por intereses pagados generados por los fondos mantenidos en cuentas bancarias y depósitos a plazo de las garantías recibidas de los arrendatarios y liquidez acumulada se contempla una tasa del 5%. Al Corte, el Fondo mantiene dos inversiones a plazo fijo por USD 165My USD 180,2M con plazos de 91 y 362 días respectivamente y una tasa de rendimiento anual promedio de 9%, las inversiones se mantienen en entidades del sistema financiero local con calificación AAA- con corte sept-2023.

El modelo presentado por el estructurador financiero no considera gasto financiero ya que está enfocado en un escenario sin apalancamiento. No obstante, hemos realizado el análisis tomando en cuenta esta posibilidad.

Por último, dicho escenario contempla un supuesto de que al final de los 10 años de vida del fondo la liquidación de los inmuebles se realice a un precio similar a su valor de compra, es decir que no se presente plusvalía ni deterioro en su valor.

Con ello, los resultados del escenario base del estructurador presenta una tasa interna de retorno estimada de 8.37% para los inversionistas que

adquieran las cuotas en su oferta primaria.

Como parte del análisis del modelo de negocios del fondo se aplicaron distintos escenarios para evaluar la sensibilidad de la tasa interna de retorno, ante distintos escenarios de estrés.

Los escenarios evaluados fueron los siguientes:

- Escenario base: considera los gastos operativos incluidos en el Estudio de Factibilidad Financiera del Fondo, con la inclusión de una comisión de corretaje para la venta de los inmuebles en el décimo año.
- Escenario 2: Partiendo del escenario base, se supone la salida del mayor arrendatario a partir del tercer año, con un tiempo de demora de 6 meses para conseguir un nuevo inquilino y con la consideración de las penalidades descritas en el contrato.
- Escenario 3 Partiendo del escenario base, se supone una disminución en el precio promedio de arriendo de 10% en todos los contratos iniciales a partir del tercer año.
- Escenario 4: Partiendo del escenario base, se supone un apalancamiento del 22.5% frente a sus activos y se asume una tasa de interés del 11%.

En el caso de que el fondo se endeude para comprar más inmuebles, el flujo neto que recibirá anualmente el inversionista disminuirá por la necesidad de cubrir los dividendos de los créditos tomados, pero al final de los 10 años el fondo será dueño de dichos inmuebles y por tanto el flujo en la liquidación del fondo será mayor.

En cada escenario, se evalúa el comportamiento de la rentabilidad y la liquidez del fondo. Si bien las ubicaciones de los inmuebles que adquirió el fondo podrían beneficiarse de plusvalía en el tiempo, en todos los escenarios se realizó una sensibilidad a la rentabilidad frente al valor de venta de los inmuebles, considerando la incertidumbre ligada a un horizonte de 10 años.

A continuación, se presenta un resumen del resultado de dicho análisis, con el supuesto de no endeudamiento. Se aprecia que, si bien la tasa interna de retorno es susceptible de variaciones, se esperaría que se mantenga positiva en los escenarios de estrés modelados.



Sensibilidad de la tasa interna de retorno ante escenarios de estrés					
Escenario	Plusvalía o pérdida de valor acumulada				
	-20%	-10%	0%	10%	20%
Escenario base	6.68%	7.38%	8.04%	8.66%	9.25%
Escenario 2	5.42%	6.18%	6.88%	7.55%	8.17%
Escenario 3	5.86%	6.60%	7.29%	7.94%	8.55%
Escenario 4	6.16%	7.03%	7.83%	8.57%	9.27%

Con respecto al apalancamiento que puede tomar el fondo para incorporar más inmuebles, el efecto en la rentabilidad dependerá de si la tasa de arriendo anualizada con relación al valor de los inmuebles comprados con deuda, y neta de los gastos variables asociados a la adquisición, es superior o no a la tasa de interés del crédito. Al respecto, el reglamento interno del fondo indica que el Administrador analizará la afectación que tendría la deuda en su flujo de efectivo, su flujo de caja, y variación de rentabilidad, previo a adquirirla.

Se analizaron los 4 escenarios planteados bajo distintos niveles de apalancamiento, dentro de los límites que el reglamento interno determina. Se incorporaron los gastos variables relacionados a su adquisición y propiedad. Los ingresos se proyectaron con una tasa de arriendo anualizada de 9.48% del valor de los nuevos inmuebles y se supuso que las compras se darían en los períodos 6 y 18. En todos los escenarios, salvo en el cuarto, se supuso una tasa nominal anual de los créditos igual de 9.48%.

Dentro de cada escenario se analizó también la variación en la liquidez del fondo, y su capacidad para honrar los pagos proyectados de capital e interés del pasivo financiero. Esto es importante ya que un apalancamiento mayor generalmente reduce la flexibilidad financiera frente a escenarios de volatilidad en los ingresos proyectados.

En función del análisis realizado, se esperaría que los flujos mensuales, sumados a la liquidez procedente de las garantías recibidas por los arriendos y aquella que acumulará el fondo para realizar el pago anual de los dividendos a los inversionistas sean suficientes con relación a sus obligaciones.

Opinión Legal sobre el Proceso Operativo del Fondo Reit 03

Hemos recibido una opinión legal independiente de que el reglamento interno del Fondo cumple con las disposiciones del artículo 79 de la Ley de Mercado de Valores y las correspondientes contenidas en el capítulo II Fondos de Inversión, del Título XIII

Inversionistas Institucionales del Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros, de la Junta de Política y Regulación Financiera.

Cabe indicar que el Administrador, a la fecha de análisis no ha realizado reformas al reglamento interno del Fondo; podrá realizarlas a futuro, previa recomendación del Comité Inmobiliario y aprobación del Comité de Inversiones. Dichas reformas deberán notificarse a los inversionistas antes de que entren en vigor. Los inversionistas dispondrán del término previsto en la Ley, para presentar su oposición a las reformas planteadas. Si los disconformes representaren más del 50% de las cuotas en circulación en que se divide el fondo, el Administrador no podrá reformar el reglamento. Vencido dicho plazo y de no haber objeción de más del 50%, las modificaciones entrarán en vigor una vez que sean aprobadas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros e inscritas en el Catastro Público del Mercado de Valores.

Desempeño Operativo del Fondo

A mar-2024, el Fondo Reit 03 ha respaldado la compra total de los bienes inmuebles previstos en su plan de negocios a través de los respectivos contratos de compra-venta. En este sentido los bienes de propiedad del fondo son:

- Local Comercial -Cine Multicines CCI: vendido por Multicines S.A. El inmueble cuenta con el Hall de ingreso, boleterías, dulcerías, bodegas, 9 salas de cine, baterías sanitarias, área administrativa, escuela de entrenamiento y obras complementarias como halls, circulaciones horizontales y verticales, salidas de emergencia, bodegas, entre otros. El bien se encuentra ubicado en el Centro Comercial Ñaquito (CCI), en la Av. Río Amazonas y Av. Naciones Unidas, en la parroquia Ñaquito del cantón Quito, provincia de Pichincha, una superficie de 4,132.11 metros cuadrados (según escrituras). El arrendatario es Multicines S.A. y mantiene opción de compra al término del contrato.
- Edificio Torre Rumiñahui: vendido por Pichincha Sistemas ACOVI C.A. El inmueble corresponde a 2 oficinas y 21 parqueaderos ubicados en los pisos 9, 10 y subsuelos del edificio Torre Rumiñahui. El bien se encuentra ubicado en la Av. República y Av. Eloy Alfaro, en la parroquia Ñaquito del cantón Quito, Provincia de Pichincha, y una superficie de 1,260.90 metros cuadrados. El arrendatario es Confiamed S.A.
- Edificio NOVA: vendido por Fideicomiso Inmorigolino - Inmuebles. El inmueble corresponde a 7 oficinas y 25 parqueaderos ubicados en los pisos 1,



2, 3, 4, 5, 6, 7, del edificio NOVA. El bien se encuentra ubicado en la Av. República y La Pradera, en la parroquia Ñaquito del cantón Quito, Provincia de Pichincha, y una superficie de 1,128.65 metros cuadrados.

Los arrendatarios de los bienes del fondo tienen la obligación de cubrir los gastos de alícuotas y expensas extraordinarias que pudieran generarse, así como la obligatoriedad de contratar sus respectivos seguros Todo Riesgo y contra daños a terceros y a la propiedad, endosado a favor del arrendador. La administradora nos ha proporcionado las pólizas que respaldan lo mencionado y ha confirmado el proceso de endoso de cada una.

Los miembros del Comité Inmobiliario se mantienen estables, al igual que los miembros del Comité de Inversiones. A la fecha de análisis, se conformó el Comité de Vigilancia conformado por las personas jurídicas: Seguros del Pichincha S. A. Compañía de Seguros y Reaseguros; Confiamed S.A. y Novaecuador S.A. Agencia Asesora Productora de Seguros.

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito se han negociado los valores del Fondo Reit 03 en mercado secundario según el siguiente detalle:

Fecha	# Dias negociados	# Transacciones	Monto negociado (v. nominal)	# Dias Bursátiles	Presencia Bursátil	Precio Promedio (\$)
feb-24	1	1	\$ 300,000	19	5.26%	1.015
mar-24	1	1	\$ 500,000	20	5.00%	1.023



La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa 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 cual fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleva 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. 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 BANKWATCH RATINGS. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos 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 y 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 a usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2024.