



Ecuador

Tercer seguimiento

Fondo de Inversión Colectivo REIT 03

abr-24	oct-24	abr-25
AAA	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 para 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

Byron Molineros
(5932) 226 9767 ext. 113
bmolineros@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. Una parte representativa del flujo que generará el fondo dentro de su vigencia corresponde a los arriendos cobrados mensualmente, por lo cual se 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. La administradora se encuentra gestionando la corrección en los montos de los endosos de dichas pólizas a favor de cada inmueble.

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 calificadora 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

Hechos Relevantes

El Fondo REIT 03 en asamblea Ordinaria anual de fecha 27 de marzo del 2025 modifica la forma de repartición de dividendos y se resolvió que todos los beneficios del fondo se repartirán en el momento de la liquidación del mismo.

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 es 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. El fondo estará vigente hasta por 10 años a partir de dicha fecha, vencido el cual el Administrador procederá a liquidar el fondo.

Las cuotas no son 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.

Con fecha 27 de marzo del 2025 en Asamblea Ordinaria se resolvió que los beneficios netos del Fondo serán repartidos en el momento de su liquidación. La Asamblea de Inversionistas podrá determinar posteriormente una periodicidad distinta de distribución de beneficios netos, pero nunca podrá ser inferior a un mes.

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 febrero-2025, 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, con un crecimiento de 2.00%. Por su parte, la previsión de crecimiento para 2024 se fue ajustando hacia abajo a lo largo del año. Si bien la

última cifra oficial del BCE durante el año 2024 era de un aumento de 0.9%, en abril 2025 el BCE ajustó la previsión a una contracción del -2%. Este porcentaje estuvo influenciado por las afectaciones económicas producidas por los cortes de energía que afectaron al país en el último cuatrimestre del 2024.

Durante el año 2024 el gobierno de Daniel Noboa ha enfrentado una 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 el último año y por la crisis energética consecuencia del estiaje producido por la falta de lluvias y problemas técnicos en las hidroeléctricas.

Durante la gestión del actual gobierno se han aprobado varias leyes orientadas a una mayor recaudación tributaria y a superar los problemas mencionados. La Ley Orgánica de Eficiencia Económica y Generación de Empleo, aprobada por la Asamblea Nacional en diciembre 2023, otorgó 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. En enero 2024 se aprobó la ley *no más apagones*, que incentiva los proyectos de energía renovable de hasta 10 megavatios. El 27 de octubre del mismo año se aprobó un segundo proyecto para impulsar la iniciativa privada en generación de energía. Por el lado de la seguridad en el mes de julio se aprobó la Ley Orgánica para la Aplicación de la consulta popular y referéndum del 21 de abril del 2024, que incluyó el endurecimiento de penas para varios delitos, así como la extradición de delincuentes.

Además, para enfrentar la coyuntura de incremento del crimen y la violencia en el país, se adoptaron varias medidas que incluyen la declaración de guerra a estos grupos, calificados como terroristas. Adicionalmente, se aprobaron cargas impositivas temporales y el incremento del IVA.

En el año 2024 el FMI y el Gobierno ecuatoriano llegaron a un acuerdo para un nuevo programa de crédito en el mes de abril 2024 por USD 4,000MM. Este programa tiene un plazo de 48 meses y está orientado a países que tienen deficiencias estructurales en sus cuentas fiscales que tardarán un



tiempo en resolverse¹. En junio 2024, Ecuador recibió el primer desembolso por USD 1,000 millones del crédito obtenido con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Este endeudamiento se necesitaba para cubrir los gastos y pago de deuda del Presupuesto en 2024 ya que los ingresos tributarios y petroleros no son suficientes. En diciembre de 2024, el FMI desembolsó otros USD 500MM, después de la visita que realizó este organismo al país en el mes de octubre, donde se constató el cumplimiento de las metas establecidas². Para el año 2025 se espera que el organismo realice una segunda revisión en el mes de abril, y que, en función del cumplimiento de los acuerdos, se desembolsen USD 414 millones más.

En cuanto a la situación fiscal, en 2024 el SRI alcanzó una recaudación récord de USD 20,131 millones, lo que representa un incremento del 15.6% con respecto 2023³. El incremento de IVA al 15% permitió que la recaudación de este impuesto alcanzara USD 9,767 millones, un 15.7% más que el año anterior. Adicionalmente, existieron incrementos en la recaudación de impuesto a la renta e ICE, sumado esto a las contribuciones especiales que se cobraron de manera excepcional.

En los primeros meses del año 2024, el sector petrolero no tuvo un buen comienzo, en enero 2024 Ecuador vendió su petróleo a USD 65.34, USD 1.36 por barril por debajo de lo presupuestado en la proforma. A diciembre 2024 el precio del petróleo WTI alcanzó USD 70.12 y para el 2025 las perspectivas no son mejores y se estima que el precio del petróleo podría rondar entre los USD 60 y 75⁴.

El primer pozo del campo ITT, ubicado dentro del Parque Nacional de Yasuní, se cerró el 28 de agosto de 2024 y según el informe presentado por el Gobierno a la Corte Constitucional el plan de cierre total del Bloque ITT tomará al menos cinco años. En el año 2024 se cerraron 10 de los 246 pozos, lo que significó una pérdida de 10 mil barriles diarios. Para el año 2025 se estima el abandono definitivo de otros

48 pozos, lo que generará una disminución de 15,830 barriles por día⁵.

A diciembre 2024 el indicador de riesgo país cerró en torno a los 1200 puntos, con tendencia a la baja, gracias al final de los cortes de luz ocasionados por la crisis energética y a la expectativa de continuidad del Gobierno en las elecciones presidenciales de febrero 2025.

La inestabilidad implícita en el comportamiento social y político en la mayor parte del año 2024 tuvo un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en un mayor rendimiento exigido por inversionistas extranjeros. Sin embargo, las acciones tomadas por el Gobierno en lo referente a seguridad y economía ayudaron a un aumento en la confianza tanto local como de los organismos internacionales durante algunos meses del año 2024 y primeros meses del año 2025. En el mes de febrero 2025, como consecuencia de los resultados de la primera vuelta electoral, el riesgo país incrementó nuevamente ya que no se cumplió la expectativa de la victoria del actual gobierno sin necesidad de una segunda vuelta electoral⁶. Hasta el 13 de abril, antes de conocerse los resultados electorales, alcanzó 1844 puntos. Como hecho subsecuente en abril 2025 tras los resultados de segunda vuelta de las elecciones presidenciales que permitieron la continuidad del Gobierno el riesgo país se redujo notablemente (-600 puntos)⁷ ubicándose cerca de los 1100 puntos básicos y consecuentemente los precios de los bonos de deuda externa experimentaron importantes alzas (subida de casi el 33%)⁸.

Por otro lado, la calificación de riesgo crediticio de largo plazo del país otorgada por Fitch Ratings sigue en CCC+ y fue reafirmada en agosto 2024, por la complejidad e incertidumbre del entorno operativo, 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 incorporó el deterioro en la capacidad de pago y alto costo de endeudamiento del país tanto de fuentes internas como externas y la

¹<https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-acuerdo-tecnico-daniel-noboa-ecuador/>

²<https://www.primicias.ec/noticias/economia/credito-fmi-programa-ecuador/>

³ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/sri-alcanza-record-recaudacion-2024-estos-son-impuestos-clave-ecuador.html>

⁴ <https://www.primicias.ec/opinion/jose-xavier-orellana-giler/mercado-petroleo-gasolina-produccion-precio-78585/>

⁵ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/yasuni-itt-bloque-43-petroecuador-cierre-pozos-produccion-consulta-popular-ecuador-nota/>

⁶ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/incertidumbre-politica-riesgo-pais-marzo.html>

⁷ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/riesgo-pais-ecuador-reduce-dramaticamente-victoria-daniel-noboa.html>

⁸ <https://www.primicias.ec/economia/reaccion-mercados-reeleccion-noboa-bonos-riesgo-pais-93974/>

dificultad de acceder a un nuevo acuerdo con el FMI, lo cual limitaría el financiamiento por ese lado.

FITCH considera que la capacidad de Ecuador de honrar sus obligaciones se ajustará en 2025 con las obligaciones al FMI y en el 2026 con los intereses de los bonos de deuda externa.

Cifras económicas y perspectivas

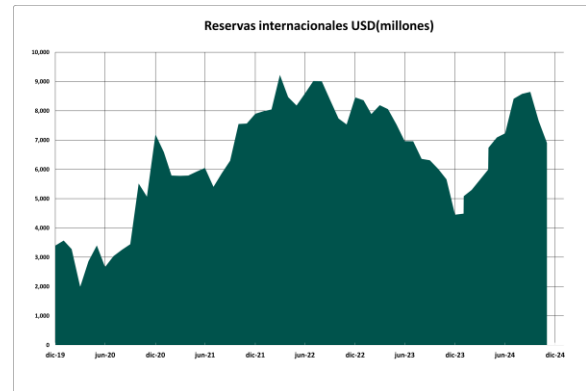
El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó un crecimiento del PIB de 2023 de 2.00%⁹ frente al año precedente, porcentaje que incorpora el impacto negativo del paro nacional, sobre la economía del país. Adicionalmente, en abril 2025 el BCE emitió cifras preliminares para el año 2024 con una contracción del PIB del -2.00%. Como se indicó anteriormente, esta caída es resultado de varios sucesos negativos que se materializaron durante el año 2024 como son: la inseguridad, el cierre progresivo de los pozos petroleros del Bloque ITT, los cortes de luz del último trimestre del año y la incertidumbre política antes de las elecciones presidenciales. 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	2023 (p)	2024 (p)	2025 (proy)
Producto Interno Bruto (PIB)	5.90%	2.00%	-2.00%	2.80%
Exportaciones	7.85%	0.82%	1.79%	2.00%
Importaciones	9.55%	0.62%	1.66%	1.30%
Consumo final Gobierno	1.39%	1.72%	-1.22%	1.70%
Consumo final Hogares	6.00%	4.21%	-1.29%	2.70%
Formación Bruta de Capital Fijo	9.19%	0.22%	-3.80%	2.50%

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 se han recuperado y presentan niveles superiores a los observados antes de la pandemia, debido a varios factores como son la recuperación del financiamiento del exterior, un flujo neto positivo de capitales del sector privado y un saldo neto positivo en las bóvedas del Banco Central (por el mayor uso de medios de pago electrónico por parte de la población).

Gráfico 1



Fuente: BCE
Elaboración: BWR

Sector de la construcción y mercado inmobiliario

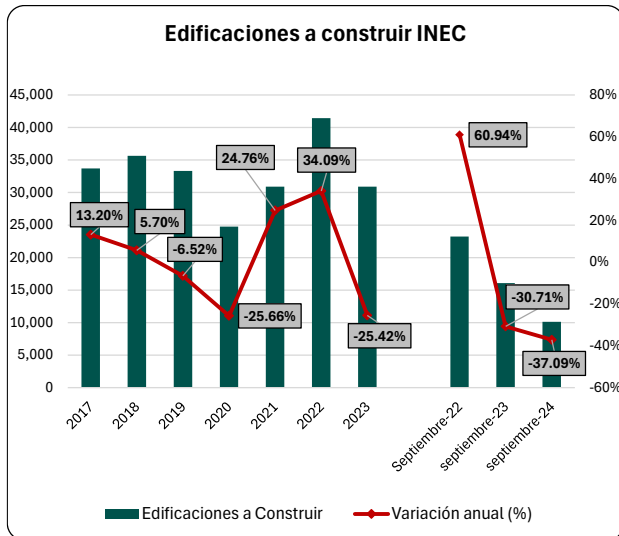
El sector de la construcción está estrechamente vinculado al entorno macroeconómico, debido al uso intensivo en capital y mano de obra, enfocado en inversiones de mediano y largo plazo, por lo que es una de las primeras industrias en verse afectada durante los ciclos económicos de recesión y una de las últimas en recuperarse debido a la necesidad de planificación y comienzo de ciclos de inversión.

La (Asociación de Promotores Inmobiliarios de Vivienda del Ecuador) comunicó que según las cifras de sus encuestas a septiembre 2024 las viviendas vendidas por anticipado realizadas uno o dos años del crédito hipotecario cayeron un 2.7% en comparación con el mismo periodo del 2023 y al comparar con el año 2019 esta caída alcanza el 31%.

Este sector registró una tendencia decreciente entre 2019 y 2020. Esto se ve reflejado en la disminución de las estadísticas de edificaciones a construir (dato obtenido de los permisos de construcción aprobados por los GADs que puede aprobar la construcción de una o varias edificaciones). En los años 2021 y 2022 existió recuperación, pero esta no perduró en el año 2023. Las cifras a septiembre 2024 no mejoran y las edificaciones a construir disminuyen un 37.09% llegando a cerca de 10M por lo que se esperaría que al cierre del año se persista la tendencia decreciente.

⁹https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/ix_cuentasnacionales trimestrales.html

Gráfico 2



Fuente: INEC
Elaboración: BWR

Adicionalmente, su participación como una de las industrias de mayor valor agregado bruto ha disminuido. En 2023 representó el 3.62% (decimotercer lugar) frente al 6.41% del 2015 (séptimo lugar). Según las proyecciones del BCE, se espera que esta industria cierre el 2024 con una participación del 3.61% en el PIB y con un crecimiento de 0.42% interanual. Para 2025 se espera un crecimiento del 0.9%. La significativa reducción de su representatividad se debe tanto a la menor inversión en obra pública como a la volatilidad del entorno económico.

El Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS) es un participante importante como financiador de las compras de vivienda. No obstante, el dinamismo de su colocación se ha reducido. Según las proyecciones del BIEES cerraran el año con 532MM colocados lo que significa una disminución del 9.5% con respecto diciembre 2023 y menores a los USD 1,170 millones del año 2015. En los primeros 10 meses del 2024, el BIESS ha generado 7205 operaciones de créditos hipotecarios, que suman USD 452.1 millones, valores.

En ese rango de tiempo, esta institución pasó de tener una participación en las colocaciones del 70% a una menor del 35% para este tipo de créditos. Esta disminución es resultado de las condiciones macroeconómicas adversas de los últimos años y a la

decisión del BIESS de concentrarse en la concesión de créditos quirografarios, por ser un producto más rentable y con una gestión de cobro menos compleja.

Respecto a la cartera de vivienda del sistema financiero privado, esta llega en noviembre-2024 a USD 4,442MM. Dentro de esta, la cartera inmobiliaria, que comprende el 99% de la cartera del sistema, presenta una morosidad de 3.86%. Por otro lado, la cartera de vivienda de interés social y público llega a 7.57% de morosidad.

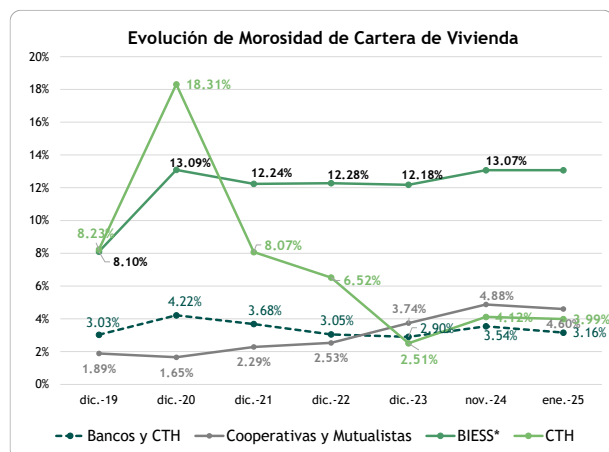
Los créditos hipotecarios de los segmentos de crédito VIS y VIP tuvieron un aumento de 1.36% de forma interanual, pero de abril, el punto más alto de 2024, a enero 2025, sufrieron una caída de 13.02%.

Debido al aumento de las tasas de interés pasivas, algunos bancos han informado que están trabajando “a pérdida” a pesar de que la tasa actual para este tipo de créditos, de máximo 4.99% anual, está subsidiada. Por esta razón, en el cuarto trimestre del año se puede apreciar una disminución importante en la colocación de este tipo de créditos. Los bancos privados proponen aumentar la tasa de interés en dos puntos porcentuales para el usuario final. Esto significa que, en el caso de los créditos subsidiados (VIS y VIP), subiría del 4,99% al 6,99%. Sin embargo, el ministro de vivienda indicó que esto no es una opción posible ya que esta subida afectaría directamente a la población de menos recursos que accede a este tipo de créditos. Por otro lado, mencionó que se podría modificar el subsidio que el gobierno da a la tasa de interés de este tipo de operaciones. No obstante, estos segmentos siguen sin ser representativos dentro de la cartera total de vivienda. Sin embargo, para que esto suceda deberán realizarse nuevos aportes al fideicomiso que maneja los subsidios ya que de los USD480MM inyectados inicialmente quedan solamente USD 100MM que se estima se consumirán por completo en el año 2025.

En términos de morosidad, esta es menor a los años con mayor impacto de la pandemia, pero en 2024 se aprecia una tendencia a incrementarse. En el caso del sistema financiero privado, el impacto y la lenta recuperación no se evidencia totalmente en las cifras, por los procesos de diferimiento, refinanciamiento y reestructuración aplicados a una parte significativa de la cartera. De ene-2024 (morosidad 3.23%) a ene-2025, la tasa de morosidad de los bancos privados disminuyó a 3.15%, mientras

que el último dato disponible de la cartera hipotecaria del BIESS muestra un indicador de 13.07% (sep-2024).

Gráfico 3



Nota: Datos de Biess disponibles hasta ene-2025
Fuente: Superintendencia de Bancos, SEPS, CTH.
Elaboración: BWR

Mercado de fondos colectivos de inversión inmobiliaria

Con corte a febrero del 2025, en el mercado ecuatoriano existen un total del 4 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.

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 está administrado por Fiducia S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles (Fiducia o Administradora en adelante). La fiduciaria se 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.

En julio del 2012 Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles adquirió la compañía ACM, que administraba fondos administrativos.

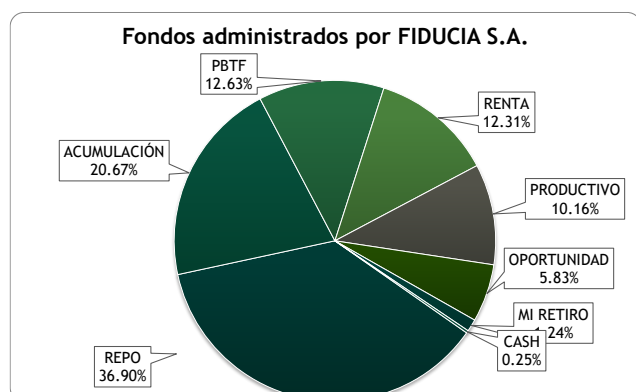
La empresa fue autorizada para administrar fondos de inversión y para representar fondos internacionales de inversión, en los términos de la Ley de Mercado de Valores, el 28 de febrero del 2013.

Fiducia establece como misión el generar y administrar negocios fiduciarios y de fondos de inversión, a través de una vocación por los servicios, innovación, y principios de independencia, con el fin de contribuir al desarrollo del país en el largo plazo. La Fiduciaria cuenta con una adecuada experiencia en la administración de fondos.

A feb-2025, Fiducia administra 8 fondos de inversión administrados, 3 fondos colectivos y un fondo cotizado. A la fecha de corte, cuenta con un patrimonio neto de USD 14.53MM y administra recursos de terceros por un valor de USD 3,389.23 MM.

Sus fondos de inversión administrados cuentan con un patrimonio neto agregado de USD 647.38MM, lo que representa el 37.43% del mercado. La imagen y trayectoria de Fiducia se valora como positiva, y se refleja en el importante posicionamiento dentro de su industria

Gráfico 4



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, a feb-2025.
 Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

La Administradora presenta utilidades recurrentes, con un valor de USD 663,422M a feb-25. En función de estas cifras, se aprecia que la Administradora es rentable y solvente. 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.

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 para la gestión del portafolio administrado. Además, constantemente hacen capacitaciones sobre diferentes temáticas para su personal. También se aprecia una baja rotación del personal clave para la administración del fondo.

Después de analizar la experiencia e historial de la administradora y del equipo de inversión en la administración del fondo; la calidad y estabilidad de los procesos operativos; la infraestructura tecnológica y los controles internos, la calificadora considera que Fiducia S.A. cuenta con un equipo profesional y experiencia adecuada 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.

Procesos de selección y monitoreo crediticio

El reglamento interno del Fondo establece las políticas de inversión del fondo. La administradora de Fondos cuenta con el Comité de Inversiones, el cual se reúne mensualmente para monitoreo y supervisión del cumplimiento de las políticas definidas. Este órgano se encuentra conformado por cinco miembros principales y cinco suplentes. Los miembros principales son: la directora Jurídica, la Gerente de Negocios, la Gerente de Tesorería, el Gerente de Finanzas Corporativas y el Gerente de Fondos de Inversión.

El Comité de Inversiones analiza las características relevantes de cada fondo, como son los cambios en calificación de riesgo de los emisores que conforman el portafolio, los plazos de colocación, la diversificación y concentración por emisor, la disponibilidad de recursos líquidos, la liquidez y la duración del portafolio. También se monitorea el cumplimiento de la normativa legal aplicable, como por ejemplo la de concentración máxima de emisores por grupos económicos.

Con respecto al proceso de selección de valores, este se encuentra sustentado en los informes preparados internamente sobre los riesgos y características de

cada oportunidad de inversión, y aprobados por la Comisión de inversiones.

Este órgano está presidido por el Gerente General de la Fiduciaria y se reúne semanalmente con la presencia de al menos 5 de sus 7 miembros principales, que son el Gerente General, Gerente de Negocios, el Gerente de Riesgos, el Gerente de Fondos de Inversión, el Gerente de Finanzas Corporativas, la Gerente de Tesorería y el Analista de Riesgos.

La Comisión revisa el análisis y las propuestas presentadas sobre cupos por emisor, emisión o sector, realizadas Tesorería, en el marco de la estrategia del portafolio y las políticas vigentes. La Comisión toma una decisión con base en el voto favorable de al menos 4 de sus miembros.

Para exposiciones de hasta USD 1 millón, se han definido distintos niveles de autorización con firma conjunta, mientras que las propuestas que involucran exposiciones acumuladas mayores deben ser presentadas por el Administrador de Portafolio o el trader a la Comisión de Inversiones.

Ciertos análisis como el de proyecciones de rendimiento, evolución comercial o el de flujo de liquidez se analizan diariamente, y su evolución se resume en reportes mensuales. Otras mediciones, como la concentración de inversiones, estrategias de inversión, u operaciones de trading cuentan con un estudio y reportería diaria. Finalmente, análisis como el de tasas de interés de mercado, son revisados con una periodicidad semanal y mensual.

Desempeño financiero del fondo

A la fecha de corte, el Fondo mantiene la propiedad de los tres inmuebles adquiridos inicialmente, y se encuentra recibiendo mensualmente las rentas esperadas.

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.

A febrero 2025, en base a la información financiera presentada por el Fondo Reit 03 se evidencia que mantiene activos por USD 13.2MM de los cuales USD 11.76MM se concentran en sus activos fijos, compuesto por los bienes inmuebles adquiridos; en inversiones un valor de USD 1.38MM, en efectivo USD 16M , y USD 46.5M en pago anticipado de impuestos prediales y crédito tributario a favor de la empresa.

Los fondos disponibles (USD 16.2M) se encuentran en una cuenta de una institución bancaria local, que registra una calificación pública de AAA- a septiembre 2024.

Sus inversiones se concentran en 7 certificados de depósitos por un valor total de USD 1.370MM, colocados en dos instituciones financieras locales, que registran calificación de riesgos de AAA-, con vencimientos en marzo, noviembre y diciembre del 2025. Con una tasa promedio de cupón anual de 6.79%.

En cuanto a sus pasivos (USD 214M) se concentran en los no corrientes, por concepto de garantías recibidas en la firma de los contratos de arrendamientos que reflejan un valor de USD 180M y la diferencia del pasivo se encuentra repartido en provisiones y obligaciones corrientes vinculadas con sus gastos operativos.

El patrimonio se compone en un 91.73% de los aportes USD(11.77MM), un 8.16% lo compone los resultados y la diferencia en superávit por revaluación de propiedades.

A feb-25 registra ingresos acumulados por USD 7.8MM, de los cuales USD 7.51MM son los arriendos de los inmuebles adquiridos y USD 347M son intereses financieros. Desde inicios del 2024 hasta noviembre 2024 el arriendo agregado mensual es de USD 91,646 y a partir de enero 2025 el monto del arriendo agregado se incrementa a USD 93.174, esto de acuerdo con las condiciones establecidas en cada uno de los contratos de alquiler firmados.

Los gastos entre noviembre-2023 y febrero-2025 suman USD 1,3MM, y están conformados principalmente por impuestos (40.1%); gastos de administración (39.9%) y la amortización contable de los gastos de adquisición iniciales (8.8%). El porcentaje restante (11%) corresponde a gastos de

custodia de valores, auditoría interna, avalúos, calificación de riesgo y gastos bancarios. Los gastos administrativos no contemplan gasto por primas de seguros ya que estos, según contratos de arrendamiento, lo asumen sus arrendatarios.

Se debe resaltar que el fondo no ha contratado deuda bancaria desde la apertura del fondo, sin embargo, el fondo cuenta con las facultades para endeudarse y realizar compra de inmuebles adicionales, esto previo a una revisión financiera por parte del administrador garantizando las métricas de apalancamiento y cobertura.

Para el presente análisis de flujos, los supuestos de proyección parten del escenario planificado en el escenario base, que 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.

Los valores mensuales de los arriendos que se utilizan son de USD 91,646 para el año 2024 y de USD 93,174 para el año 2025, que contemplan la suma de los cánones de arrendamiento de los inmuebles adquiridos por el fondo. Este valor tiene un incremento promedio del 1.67% a inicios de cada año, basado en las condiciones establecidas en cada contrato de arrendamiento. El alquiler anualizado representa en promedio el 12.14% del valor de compra, indicador que se ajusta 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 7%.

El fondo presenta un escenario en el que al final de la vigencia del fondo (10 años) se realice la liquidación de los bienes inmuebles adquiridos en un precio similar al valor reflejado al momento de su compra, es decir que no se presente plusvalía ni deterioro en su valor.

Con esta premisa, el 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.

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	6.79%	7.32%	7.82%	8.31%	8.77%
Escenario 2	5.89%	6.46%	7.00%	7.52%	8.02%
Escenario 3	6.21%	6.76%	7.29%	7.80%	8.28%
Escenario 4	6.95%	7.64%	8.28%	8.90%	9.48%

La rentabilidad esperada del uso de apalancamiento por parte del fondo para adquirir nuevos inmuebles dependerá de si el rendimiento anualizado de los arriendos –calculado sobre el valor de las propiedades financiadas con deuda y descontando los gastos variables asociados a su adquisición– supera la tasa de interés del crédito. El reglamento interno del fondo establece que, previo a contraer deuda, el Administrador evaluará su impacto en el flujo de caja, la liquidez y la rentabilidad proyectada.

Se analizaron tres escenarios de apalancamiento dentro de los límites reglamentarios, incorporando los costos variables de adquisición y mantenimiento de los inmuebles. Las proyecciones asumen una tasa de arriendo anualizada del 12.14% sobre el valor de las nuevas propiedades, con compras programadas en los períodos 29 y 41.

Adicionalmente, se evaluó en cada escenario la liquidez del fondo y su capacidad para cumplir con los pagos de capital e intereses de la deuda. Este aspecto es crítico, ya que un mayor apalancamiento puede limitar la flexibilidad financiera ante fluctuaciones en los ingresos.

Con base en el análisis, se estima que los flujos mensuales, junto con la liquidez proveniente de las garantías de arriendos y los recursos destinados al pago anual de dividendos, serán suficientes para cubrir las obligaciones financieras.

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

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, así como los correspondientes endosos hacia el fondo. No obstante, existen endosos pendientes por regularizar, por lo cual la administradora se encuentra gestionando la solución a este hecho.

Los miembros del Comité Inmobiliario se mantienen estables, al igual que los miembros del Comité de Inversiones. El Comité de Vigilancia se encuentra 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 no se han negociado los valores del Fondo Reit 03 en mercado secundario.



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 con 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 2025.