

## INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “PRIMERA TITULARIZACIÓN DE CARTERA AUTOMOTRIZ ORIGINARSA”

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 217/2018, del 26 de septiembre de 2018

Información Financiera cortada al 31 de julio de 2018

Analista: Econ. Juan Fernando Espinoza

[juan.espinoza@classrating.ec](mailto:juan.espinoza@classrating.ec)

[www.classinternationalrating.com](http://www.classinternationalrating.com)

**ORIGINARSA S.A.**, desempeña sus actividades principalmente en la compra y venta de cartera automotriz. Adicionalmente, realiza actividades relacionadas con la administración de cartera que vende a sus clientes, y bajo esta administración se encarga de realizar tareas de recaudación y recuperación de dicha cartera.

**Nueva**

### Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación, reunido en sesión No. 217/2018 del 26 de septiembre de 2018 decidió otorgar la calificación de **“AAA” (Triple A)** al Primer Tramo del **Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Cartera Automotriz ORIGINARSA”** por un monto de hasta cuatro millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 4'000.000,00).

**Categoría AAA:** “Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión”.

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera), la presente calificación de riesgo **“no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste.”**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos, en caso que la calificadora decida revisarla en menor plazo.

La calificación otorgada al Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Cartera Automotriz ORIGINARSA” se fundamenta en:

### Sobre la Titularización de Cartera:

- Mediante Escritura Pública, celebrada el 17 de septiembre de 2018 otorgada ante el Notario Vigésimo Sexto del Cantón Quito, ORIGINARSA S.A. y Fiduciaria de las Américas FIDUAMERICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., constituyeron el Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Cartera Automotriz ORIGINARSA”.
- Mediante Escritura Pública, celebrada el 17 de septiembre de 2018, ante el Notario Vigésimo Sexto del Cantón Quito, ORIGINARSA S.A. y Fiduciaria de las Américas FIDUAMÉRICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., suscribieron el Acta de Aporte Fiduciario y Definición de Términos para la Emisión del Primer Tramo de Valores “VTC-Primera-1-ORIGINARSA” dentro del proceso “Primera Titularización Cartera Automotriz-ORIGINARSA”.
- Conforme el Acta correspondiente al Primer Tramo:

- El Originador transfiere y aporta al Fideicomiso, a título de fideicomiso mercantil irrevocable, la suma de USD 9.000, mediante un cheque girado a la orden del Fideicomiso, la misma que permite integrar en su totalidad el Fondo Rotativo del Primer Tramo.
- El Originador transfiere y aporta al Fideicomiso, a título de fideicomiso mercantil irrevocable, para efectos del Primer Tramo, Cartera Inicial (instrumentos de crédito), por un saldo de capital cortado al 31 de agosto de 2018, que asciende a la suma de USD 4'284.228,00, de los cuales USD 4'080.360,00 corresponden a cartera titularizada (instrumentos de crédito), mientras que USD 203.868,00 corresponde a cartera Sobrecolateral (instrumentos de crédito). Para efectos de la transferencia de dominio de la cartera inicial, el Originador procede a ceder o endosar, según corresponda, los instrumentos de crédito a favor del Fideicomiso bajo la fórmula "sin responsabilidad". A futuro, de ser necesario, el Originador se compromete a suscribir cuanto documento fuere solicitado por la FIDUCIARIA, a efectos de confirmar la transferencia de dominio aquí referida.
- Considerando que la sumatoria del saldo de capital de la cartera inicial en propiedad del Fideicomiso efectivamente asciende a la suma de USD 4'284.228,00, a la fecha de emisión de los valores del primer tramo podrá existir un excedente de cartera frente a la sumatoria del saldo de capital de los montos requeridos de cartera titularizada y cartera Sobrecolateral, el cual, a pedido del originador, le deberá ser restituído por el Fideicomiso.
- Queda a salvo la posibilidad de que el originador transfiera y aporte cartera adicional a la cartera inicial hasta antes de la fecha de emisión de los valores, de tal manera que a esa fecha de emisión se puedan emitir valores del primer tramo hasta por un monto de USD 4,00 millones.
- El Originador entregará al Fideicomiso, recursos dinerarios, libres y disponibles, por la suma de USD 163.750,00, a efectos de integrar la cuenta de reserva del primer tramo.
- La Titularización está respaldada por cuatro mecanismos de garantía. i) **El Canje por Prepago** consiste en que si uno o varios de los deudores seleccionados prepagan íntegramente el saldo de capital de los instrumentos de crédito del tramo correspondiente (tanto la de la cartera titularizada como de la cartera sobrecolateral), el originador se encuentra obligado a transferir y aportar cartera de reposición (incluyendo las respectivas coberturas de la cartera) del tramo correspondiente a favor del Fideicomiso, en reemplazo de aquellos instrumentos de crédito del tramo respectivo que hayan sido prepagados íntegramente. El originador tendrá derecho a recibir del administrador de la cartera los recursos dinerarios materia del prepago de los instrumentos de crédito del tramo correspondiente que hayan sido prepagados íntegramente. ii) **Sustitución por Mora** consiste en que, si uno o varios de los instrumentos de crédito registran morosidad de treinta días o más, contados desde la fecha de exigibilidad de la cuota respectiva del instrumento de crédito, y la suma acumulada de las sustituciones realizadas por este concepto, respecto al tramo correspondiente, no excede del 10,00% del saldo de capital de los valores efectivamente colocados entre los inversionistas del tramo correspondiente. El originador se encuentra obligado a reponer cartera a favor del fideicomiso y el fideicomiso entregará, en restitución, a favor del originador los instrumentos de crédito del tramo correspondiente que hayan incurrido en mora. iii) **Cuenta de Reserva** consiste en un fondo de liquidez integrado con recursos dinerarios, libres y disponibles, que tiene como objetivo respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores del tramo correspondiente, cuando el fideicomiso enfrente eventuales insuficiencias en la recaudación de flujos del respectivo tramo. Podrá estar integrada alternativamente, por si sola en conjunto, a sola discreción del Originador a través de una carta de crédito "stand by", y/o una garantía bancaria, y/o dinero libre y disponible por una cantidad equivalente al 50% del primer dividendo trimestral según la tabla de amortización de los valores. iv) **Sobrecolateralización** consiste en que la cartera sobrecolateral permite crear y mantener la sobrecolateralización como mecanismo de garantía, mismo que a la fecha de emisión del primer tramo quedó fijada como mínimo en la suma de USD 199.800,00, la cual cubre en al menos 1,5 veces el índice de siniestralidad.
- ORIGINARSA S.A. transfirió cartera inicial al Fideicomiso Mercantil Irrevocable "Primera Titularización de Cartera Automotriz ORIGINARSA", por un valor de USD 4,28 millones de capital, lo que determina que dicho monto es superior a los USD 4,00 millones que el Originador estima emitir en el primer tramo, determinando de esta manera el cumplimiento de lo estipulado en el Artículo 5, numeral 4, literal b, Sección I, Capítulo V, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, respecto al cumplimiento del monto máximo de la emisión, que indica que la emisión no podrá exceder el 100% del capital insoluto de la cartera transferida al patrimonio autónomo.

- El riesgo de un uso imprudente de los flujos generados por la cartera, recaudados por el Administrador de Cartera, que a su vez es el gestor de la misma, es mitigado en buena parte con la suscripción de contratos legales en la titularización de cartera.
- CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., una vez que analizó y estudió la documentación suministrada por el Fiduciario, Originador y los términos establecidos en el contrato del Fideicomiso Mercantil Irrevocable "Primera Titularización Cartera Automotriz ORIGINARSA" y el Acta de Aporte Fiduciario y Definición de Términos para la Emisión del Primer Tramo de Valores "VTC-Primera-1-ORIGINARSA" dentro del proceso "Primera Titularización Cartera Automotriz ORIGINARSA", establece apropiada la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo y la cesión del Derecho personal de crédito.
- CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., después de estudiar y analizar los Mecanismos de Garantía contemplados en el presente proceso, determina que la estructura de los mismos es aceptable, y, dado el caso de requerirse, estos podrían otorgar liquidez y cobertura para los pagos de los valores emitidos, en caso de que el flujo generado por la cartera sea insuficiente.

### Sobre el Originador:

- La compañía se ha especializado en efectuar compra y venta de cartera de crédito automotriz, así como la recuperación y administración de la misma.
- ORIGINARSA S.A. mantiene una red importante de concesionarios, principalmente de las ciudades de Quito, Guayaquil, Ibarra, Ambato, Manta y Santo Domingo.
- ORIGINARSA S.A. cuenta con un equipo de trabajo altamente capacitado y experimentado, que apoya sus operaciones en tecnología de punta que permite a la empresa realizar estos procesos de forma técnica y eficiente.
- Los ingresos de ORIGINARSA S.A. presentaron una tendencia decreciente hasta el año 2016, debido en parte a las medidas adoptadas por el gobierno ecuatoriano referentes a la restricción de importaciones e imposición de salvaguardas al sector automotriz, no obstante, a partir del año 2017, éstos crecieron en un 10,43% frente a lo reportado en su similar de 2016, alcanzando una suma de USD 5,36 millones, en parte gracias a la recuperación del sector automotriz. Para julio de 2018, los ingresos alcanzaron una suma de USD 3,56 millones, lo que significó un crecimiento del 23,54% en relación a los ingresos presentados en julio de 2017 cuando fueron de USD 2,88 millones, producto de la dinámica demostrada dentro del sector automotriz.
- Los ingresos de la compañía provienen principalmente de venta de cartera, servicio de administración de cartera y asesoría, y de intereses generados de préstamos.
- Los ingresos obtenidos por la compañía, le permitieron cubrir adecuadamente sus gastos operacionales, con lo que alcanzó niveles importantes en su margen operacional, no obstante, su tendencia fue decreciente hasta el año 2016 (31,05% de los ingresos en 2014 y 21,94% en 2016). Para el año 2017, el margen operacional se recupera levemente hasta significar un 27,65% de los ingresos, gracias al comportamiento de sus ventas, así como de un control adecuado de sus gastos. Para julio de 2018, el margen operacional representó el 25,73% de los ingresos, porcentaje inferior a lo registrado en julio 2017 cuando fue de 28,06% de los ingresos, lo que estuvo fundamentado por la mayor velocidad de crecimiento de los gastos operativos que de sus ingresos.
- Después de descontar los gastos financieros, que no representaron más del 2,00% de los ingresos durante el periodo analizado y el impuesto a la renta que significó en promedio el 6,16% de los ingresos, la compañía arrojó una utilidad neta que pasó de representar el 22,75% de los ingresos en 2014 a un 20,19% en 2017 (18,16% de los ingresos en julio de 2018).
- A lo largo del periodo analizado, el EBITDA (acumulado) de ORIGINARSA S.A. presentó una evolución acorde al desempeño del margen operacional, es así que significó un interesante 38,36% de los ingresos en el año 2014 y un 34,07% de los ingresos en 2017, demostrando que la compañía genera flujo propio suficiente para cubrir sus obligaciones. Para julio de 2018, el EBITDA (acumulado) representó el 31,97% de los ingresos, porcentaje ligeramente inferior a lo presentado en julio de 2017, cuando fue de 35,10% de los ingresos.
- El activo total de ORIGINARSA S.A. pasó de USD 9,95 millones en 2015 a USD 11,57 millones al cierre de 2017 y USD 12,58 millones en julio de 2018, comportamiento que obedecen al crecimiento de efectivo y equivalentes de efectivo, entre otros rubros en menor medida.

- Los pasivos totales de ORIGINARSA S.A. presentaron una tendencia decreciente hasta el año 2016, pues luego de financiar el 54,99% de los activos en 2014 pasó a un 47,31% al cierre de 2016, lo que obedece a la cancelación de sus obligaciones financieras de largo plazo. Para el cierre de 2017, éstos crecieron, llegando a financiar un 45,24% de los activos, debido al incremento en sus obligaciones financieras no corrientes, y el aumento de provisiones. Para julio de 2018, los pasivos totales financiaron el 44,51% de los activos totales.
- El patrimonio de la compañía presentó una tendencia creciente durante los periodos analizados, es así que pasó de financiar el 45,01% de los activos en 2014 a un interesante 54,76% de los activos en diciembre de 2017 y un 55,49% en julio de 2018, como efecto del aumento de sus resultados acumulados y el registro de aportes para futuras capitalizaciones en el año 2017.
- El capital social fue aumentado en una sola oportunidad durante el periodo analizado, pues de USD 0,40 millones en 2014 pasó a USD 0,60 millones en 2015 y se mantuvo sin variación hasta julio 2018, en donde financió el 4,77% de los activos (5,19% en diciembre de 2017)
- ORIGINARSA S.A. para todos los ejercicios económicos analizados presenta indicadores de liquidez (razón circulante y liquidez inmediata) superiores a la unidad, lo cual ratifica un adecuado manejo del capital de trabajo, al mantener al mínimo recursos líquidos improductivos.
- El apalancamiento de la compañía se presenta relativamente estable, pero a la baja durante el periodo analizado, producto del fortalecimiento del patrimonio año tras año, demostrando que la compañía ha venido financiando sus operaciones con recursos propios.

### **Riesgos Previsibles en el Futuro**

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, lo cual podría afectar el nivel de ingresos de los ecuatorianos y consecuentemente su poder adquisitivo, o la capacidad de pago de deudas anteriormente adquiridas, de modo que la recuperación de la cartera o la generación de una nueva podría verse limitada, afectando al crecimiento de la compañía.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.
- Surgimiento de nuevos competidores en el mercado local y consecuentemente reducción del mercado objetivo.
- Cambios en la legislación tributaria respecto a fideicomisos.

### **ÁREAS DE ANÁLISIS EN LA CALIFICACIÓN DE RIESGOS:**

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo del Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Cartera Automotriz ORIGINARSA”, es tomada de fuentes varias como:

- Escritura del Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Cartera Automotriz ORIGINARSA”, celebrado el 17 de septiembre de 2018.
- Escritura del Acta de Aporte Fiduciario y Definición de Términos para la Emisión del Primer Tramo de Valores “VTC-Primera-1-ORIGINARSA” dentro del proceso “Primera Titularización Cartera Automotriz-ORIGINARSA”, celebrada el 17 de septiembre de 2018.
- Estructuración Financiera (Costos, Gastos, Financiamiento, Ingresos, etc.).
- Estados Financieros del Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Cartera Automotriz ORIGINARSA” no auditados cortados al 17 de septiembre de 2018, mismos que se encuentran bajo NIIF.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2014, 2015, 2016 y 2017 de ORIGINARSA S.A., así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, cortados al 31 de julio de 2017 y 31 de julio de 2018.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Originador.

- Calidad del Activo Subyacente (Activo titularizado).
- Calidad del Originador (Perfil de la Fundación, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa originadora.

En base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- Capacidad de los activos integrados al patrimonio de propósito exclusivo para generar los flujos futuros de fondos, así como la idoneidad de los mecanismos de garantía presentados.
- Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo, en base a la documentación suministrada por el fiduciario, el originador y a los términos establecidos en el contrato.
- Estructura administrativa de la administradora, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia.
- Información estadística, matemática, actuarial y contable, vinculada con los flujos futuros de la cartera titularizada.
- Descripción y análisis del tipo de cartera y su valoración.
- El índice de siniestralidad en la generación de los flujos proyectados de la cartera titularizada, el procedimiento de valoración de las garantías, la posición de dicho índice frente a los mecanismos de garantías constituidas y los porcentajes de coberturas.
- Procedimiento utilizado para la medición del calce de flujos requerido para el proceso de titularización de cartera y los mecanismos de control.
- Experiencia del Administrador Fiduciario en el manejo de activos del patrimonio autónomo.

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía originadora y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debidamente realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago del Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Cartera Automotriz ORIGINARSA”, para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa vigente o cuando las circunstancias lo ameriten.

## **INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO**

### **INTRODUCCIÓN**

#### **Aspectos Generales de la Titularización**

La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de ORIGINARSA S.A., celebrada el 31 de julio de 2018, se decidió por unanimidad que la compañía realice un proceso de titularización de cartera de crédito por el monto de hasta USD 20,00 millones por tramos.

Mediante escritura pública celebrada el 17 de septiembre de 2018, ante el Notario Vigésimo Sexto del Cantón Quito, la compañía ORIGINARSA S.A. como Originador y Fiduciaria de las Américas FIDUAMERICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. como Agente de Manejo, suscribieron el Contrato del Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Cartera Automotriz-ORIGINARSA”.

Mediante Escritura Pública, celebrada el 17 de septiembre de 2018, ante el Notario Vigésimo Sexto del Cantón Quito, ORIGINARSA S.A. y Fiduciaria de las Américas FIDUAMÉRICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., suscribieron el Acta de Aporte Fiduciario y Definición de Términos para la Emisión del Primer Tramo de Valores "VTC-Primera-1-ORIGINARSA" dentro del proceso "Primera Titularización Cartera Automotriz-ORIGINARSA".

**CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN**

Fideicomiso Mercantil Irrevocable "Primera Titularización de Cartera Automotriz-ORIGINARSA"		
Originador	ORIGINARSA S.A.	
Denominación	Fideicomiso Mercantil Irrevocable "Primera Titularización de Cartera Automotriz-ORIGINARSA"	
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América	
Titularización, Monto.	USD 20'000.000,00	
Tramo, Monto	USD 4'000.000,00	
Monto, Denominación, Amortización, Pago Intereses, Tasa, Plazo	<b>Monto</b>	USD 4.000.000,00
	<b>Amortización de Capital</b>	Trimestral
	<b>Pago de Interés</b>	Trimestral
	<b>Tasa de Interés Fija</b>	7,75% fija y anual.
	<b>Plazo (Días)</b>	1.440 días
Denominación y Representación	"VTC-PRIMERA-1-ORIGINARSA". Los valores son desmaterializados. El desglose mínimo será de USD 1.00.	
Tipo de Oferta	Oferta Pública Bursátil	
Forma de Cálculo de Intereses	30/360	
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.	
Administrador de Cartera	ORIGINARSA S.A.	
Agente Colocador y Estructurador Financiero	Mercapital Casa de Valores S.A.	
Fiduciaria	Fiduciaria de las Américas FIDUAMÉRICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.	
Activo Titularizado	Los instrumentos de crédito son los documentos contentivos de operaciones de mutuo crédito para financiamiento de compraventa de vehículos en general, que registran al originador como titular. Al momento de la transferencia los instrumentos de crédito deberán tener las siguientes características: (i) ser suscritos por deudores seleccionados; (ii) ser materia de una operación de crédito que cumpla con la Política Interna de Generación de Cartera del Originador; (iii) no corresponder a operaciones de crédito vinculadas; y, (iv) no haber sido materia de reprogramación ni refinanciación por mora.	
Redención Anticipada	Las causales de redención anticipada se encuentran estipuladas en el contrato del fideicomiso.	
Mecanismos de Garantía	Canje por Prepago, Sustitución por Mora, Cuenta de Reserva y Sobrecolateralización	
Destino de los Recursos	El 100% para capital de trabajo operativo, el cual consistirá en actividades destinadas a financiar la adquisición de cartera automotriz para su posterior venta a instituciones financieras o para alimentar futuros Tramos y nuevos procesos de Titularización de Cartera de Originarsa.	
Fecha de Emisión	Fecha en que se realice la primera colocación de valores del tramo correspondiente.	

Fuente: Fideicomiso Mercantil Irrevocable "Primera Titularización de Cartera Automotriz-ORIGINARSA" / Elaboración: Class International Rating

## Amortización de capital y pago de intereses

A continuación se presentan la tabla de amortización de capital y pago de intereses, correspondientes al primer tramo de la presente Titularización:

**CUADRO 2: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES PRIMER TRAMO (USD)**

Periodo	Capital	Interes	Cuota	Saldo de Capital
0				4.000.000,00
1	250.000,00	77.500,00	327.500,00	3.750.000,00
2	250.000,00	72.656,25	322.656,25	3.500.000,00
3	250.000,00	67.812,50	317.812,50	3.250.000,00
4	250.000,00	62.968,75	312.968,75	3.000.000,00
5	250.000,00	58.125,00	308.125,00	2.750.000,00
6	250.000,00	53.281,25	303.281,25	2.500.000,00
7	250.000,00	48.437,50	298.437,50	2.250.000,00
8	250.000,00	43.593,75	293.593,75	2.000.000,00
9	250.000,00	38.750,00	288.750,00	1.750.000,00
10	250.000,00	33.906,25	283.906,25	1.500.000,00
11	250.000,00	29.062,50	279.062,50	1.250.000,00
12	250.000,00	24.218,75	274.218,75	1.000.000,00

13	250.000,00	19.375,00	269.375,00	750.000,00
14	250.000,00	14.531,25	264.531,25	500.000,00
15	250.000,00	9.687,50	259.687,50	250.000,00
16	250.000,00	4.843,75	254.843,75	-
<b>Total:</b>	<b>4.000.000,00</b>	<b>658.750,00</b>	<b>4.658.750,00</b>	

Fuente: Estructuración financiera / Elaboración: Class International Rating S.A.

## **Estructura Legal**

### **Patrimonio Autónomo del Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Cartera Automotriz ORIGINARSA”**

Mediante Escritura Pública, celebrada el 17 de septiembre de 2018, ORIGINARSA S.A. y Fiduciaria de las Américas FIDUAMERICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., constituyeron el Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización Cartera Automotriz ORIGINARSA”.

El Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización Cartera Automotriz ORIGINARSA”, consiste en un patrimonio autónomo dotado de personalidad jurídica, separado e independiente de aquel o aquellos del originador, del beneficiario, de la fiduciaria o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios manejados por la fiduciaria.

### **Bienes Fideicomitados y Transferencia de Dominio**

El Originador aporta y transfiere al Fideicomiso a título de Fideicomiso Mercantil Irrevocable lo siguiente:

- La suma de USD 1.000,00 mediante un cheque girado a la orden del Fideicomiso. Por esta única ocasión, estos recursos se registrarán dentro de la primera subcuenta correspondiente al primer tramo, para abonar a la constitución del Fondo de Rotativo del primer tramo.
- Bienes a fideicomitir a futuro para la emisión de TRAMOS:
  - El Originador y la Fiduciaria suscribirán, mediante escritura pública, el Acta para emisión del tramo correspondiente, en la cual se determinarán la cartera inicial y los recursos aportados por el Originador, así como también se señalarán las definiciones financieras aplicables al respectivo tramo, contenidas en el informe de estructuración financiera de aquel tramo.
  - En cuanto a la cartera el Originador endosará o cederá, según corresponda, y transferirá y aportará al Fideicomiso, a título de fideicomiso mercantil irrevocable, cartera inicial (instrumentos de crédito) necesaria y suficiente para respaldar la emisión del tramo correspondiente, incluyendo la cartera titularizada y la cartera sobrecolateral.
  - Conforme el Acta correspondiente al Primer Tramo:
    - ❖ El Originador transfiere y aporta al Fideicomiso, a título de fideicomiso mercantil irrevocable, la suma de USD 9.000, mediante un cheque girado a la orden del Fideicomiso, la misma que permite integrar en su totalidad el Fondo Rotativo del Primer Tramo.
    - ❖ El Originador transfiere y aporta al Fideicomiso, a título de fideicomiso mercantil irrevocable, para efectos del Primer Tramo, Cartera Inicial (instrumentos de crédito), por un saldo de capital cortado al 31 de agosto de 2018, que asciende a la suma de USD 4'284.228,00, de los cuales USD 4'080.360,00 corresponden a cartera titularizada (instrumentos de crédito), mientras que USD 203.868,00 corresponde a cartera Sobrecolateral (instrumentos de crédito). Para efectos de la transferencia de dominio de la cartera inicial, el Originador procede a ceder o endosar, según corresponda, los instrumentos de crédito a favor del Fideicomiso bajo la fórmula “sin responsabilidad”. A futuro, de ser necesario, el Originador se compromete a suscribir cuanto documento fuere solicitado por la FIDUCIARIA, a efectos de confirmar la transferencia de dominio aquí referida.
    - ❖ Considerando que la sumatoria del saldo de capital de la cartera inicial en propiedad del Fideicomiso efectivamente asciende a la suma de USD 4'284.228,00, a la fecha de emisión de los valores del primer tramo podrá existir un excedente de cartera frente a la sumatoria del saldo de capital de los montos requeridos de cartera titularizada y cartera Sobrecolateral, el cual, a pedido del originador, le deberá ser restituido por el Fideicomiso.

- ❖ Queda a salvo la posibilidad de que el originador transfiera y aporte cartera adicional a la cartera inicial hasta antes de la fecha de emisión de los valores, de tal manera que a esa fecha de emisión se puedan emitir valores del primer tramo hasta por un monto de USD 4,00 millones.
- ❖ El Originador entregará al Fideicomiso, recursos dinerarios, libres y disponibles, por la suma de USD 163.750,00, a efectos de integrar la cuenta de reserva del primer tramo.
- Bienes a fideicomitir a futuro para las Operaciones de Reposición:
  - El Originador se obliga a transferir y aportar al Fideicomiso, a título de fideicomiso mercantil irrevocable, cartera de reposición (instrumentos de crédito) y las respectivas coberturas de la cartera, en los casos, términos y condiciones estipulados en el contrato del Fideicomiso, por el saldo de capital que sea necesario y suficiente para mantener respaldada la emisión de valores de un tramo determinado. Para efectos de la futura transferencia de dominio de la cartera de reposición y las respectivas coberturas de la cartera, el originador cumplirá con lo dispuesto en el contrato del fideicomiso, según sea aplicable. ni el originador, ni la fiduciaria, ni el fideicomiso efectuarán notificación alguna a los deudores respecto de la transferencia de dominio de la cartera de reposición.

Por lo descrito anteriormente, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., conforme la documentación suministrada por el fiduciario, el originador y a los términos establecidos en el contrato de Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización Cartera Automotriz ORIGINARSA” y, de acuerdo al análisis y estudio realizado a dicha documentación, opina que existe consistencia en la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio de propósito exclusivo y cesión del Derecho personal de crédito. Además la legalidad y forma de transferencia se ajusta a lo que señala el artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento a lo estipulado en el literal b, numeral 3 del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros; al Art. 151 de la Ley de Mercados de Valores, y, al Literal d) del Art. 188 de la misma Ley.

### Instrucciones Fiduciarias

La Fiduciaria como Representante Legal del Fideicomiso Mercantil, cumplirá con las instrucciones fiduciarias estipuladas el contrato del Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Cartera Automotriz-ORIGINARSA”.

### Análisis de la Situación Financiera del Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Cartera Automotriz ORIGINARSA”

En base a la información financiera con corte al 17 de septiembre de 2018, el Fideicomiso presenta un total de activos igual a USD 4,46 millones, que se componen por los rubros de activos financieros y efectivos y equivalentes de efectivo. El patrimonio, incluye el aporte en especies y aportes en efectivo, por el mismo valor.

### Mecanismos de Garantía

- **Canjes por Prepago:** consiste en que si uno o varios de los deudores seleccionados prepagan íntegramente el saldo de capital de los instrumentos de crédito del tramo correspondiente (tanto la de la cartera titularizada como de la cartera sobrecolateral) entonces: (i) el originador se encuentra obligado a transferir y aportar cartera de reposición (incluyendo las respectivas coberturas de la cartera) del tramo correspondiente a favor del Fideicomiso, en reemplazo de aquellos instrumentos de crédito del tramo respectivo que hayan sido prepagados íntegramente; (ii) el fideicomiso entregará en restitución, a favor del originador aquellos instrumentos de crédito del tramo correspondiente que hayan sido prepagado íntegramente y, (iii) el originador tendrá derecho a recibir del administrador de la cartera los recursos dinerarios materia del prepago de los instrumentos de crédito del tramo correspondiente que hayan sido prepagados íntegramente.

En estos casos, el monto al que deberá ascender la cartera de reposición del tramo correspondiente deberá ser igual o mayor al saldo de capital al que haya ascendido el instrumento de crédito del tramo correspondiente que haya sido prepago.

Al efecto, la Fiduciaria analizará los reportes mensuales de recaudación de flujos del tramo uno, preparados por el administrador de la cartera, si la fiduciaria detecta que un deudor seleccionado en particular, ha efectuado un prepago en los términos antes señalados, inmediatamente solicitará al originador, mediante simple carta, que cumpla con su obligación de entregar cartera en sustitución de aquella prepagada. Por su parte, el originador estará obligado a entregar cartera en sustitución a favor del fideicomiso, dentro de los 15 primeros días calendario del mes inmediato posterior.

- **Sustitución por Mora:** consiste en que, si uno o varios de los instrumentos de crédito registran morosidad de treinta días o más, contados desde la fecha de exigibilidad de la cuota respectiva del instrumento de crédito, y la suma acumulada de las sustituciones realizadas por este concepto, respecto al tramo correspondiente, no excede del 10,00% del saldo de capital de los valores efectivamente colocados entre los inversionistas del tramo correspondiente, entonces: (i) el originador se encuentra obligado a transferir y aportar cartera de reposición (incluyendo las respectivas coberturas de la cartera) a favor del fideicomiso, en reemplazo de aquellos instrumentos de crédito del tramo correspondiente que hayan incurrido en mora en los términos y condiciones antes señalados; y, (ii) el fideicomiso entregará, en restitución, a favor del originador aquellos instrumentos de crédito del tramo correspondiente que hayan incurrido en mora en dichos términos y condiciones.

En estos casos, el monto al que deberá ascender la cartera de reposición del tramo correspondiente deberá ser igual o mayor al saldo de capital al que haya ascendido el instrumento de crédito del tramo correspondiente que haya incurrido en mora a la fecha de su exigibilidad.

Se aclara de manera expresa que las operaciones de sustituciones por mora del tramo correspondiente que se realicen de conformidad con lo estipulado, se irán acumulando hasta alcanzar el máximo del 10,00% del saldo de capital de los valores efectivamente colocados entre inversionistas del tramo correspondiente.

Al efecto, la Fiduciaria analizará los reportes mensuales de recaudación de flujos del tramo uno, preparados por el administrador de la cartera, si la fiduciaria detecta que un deudor seleccionado en particular, ha incurrido en mora en los términos antes señalados, inmediatamente solicitará al originador, mediante simple carta, que cumpla con su obligación de entregar cartera en sustitución de aquella morosa del tramo correspondiente. Por su parte, el originador estará obligado a entregar cartera en sustitución a favor del fideicomiso, dentro de los 15 primeros días calendario del mes inmediato posterior.

- **Cuenta de Reserva:** consiste en un fondo de liquidez integrado con recursos dinerarios, libres y disponibles, que tiene como objetivo respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores del tramo correspondiente, cuando el fideicomiso enfrente eventuales insuficiencias en la recaudación de flujos del respectivo tramo. Podrá estar integrada alternativamente, por si sola en conjunto, a sola discreción del Originador a través de una carta de crédito “stand by”, y/o una garantía bancaria, y/o dinero libre y disponible por una cantidad equivalente al 50% del primer dividendo trimestral según la tabla de amortización de los valores.

Si, para el momento en que el fideicomiso deba pagar los pasivos con inversionistas del tramo uno, conforme las Tablas de Amortización constantes en el acta para emisión y en el informe de estructuración financiera del tramo uno, resultan insuficientes los recursos provisionados en la subcuenta del tramo uno, la fiduciaria podrá tomar los recursos necesarios, hasta donde la cuenta de reserva (inicial o repuesta) del tramo uno lo permita, a fin de pagar, al máximo posible, los pasivos con inversionistas del tramo uno, a prorrata de la inversión de cada inversionista en valores del tramo uno.

Si durante la vigencia de los valores del tramo uno, la fiduciaria ha tenido que acudir a los recursos de la cuenta de reserva del tramo uno, que a ese momento sean de propiedad del fideicomiso, la cuenta de reserva del tramo

uno deberá ser repuesta a la cantidad base, a cuyo efecto la fiduciaria aplicará lo dispuesto en el orden de prelación.

En caso de que durante la vigencia de los valores del tramo uno, los recursos existentes dentro de la cuenta de reserva del tramo uno excedan del monto señalado en el acta para emisión y en el informe de estructuración financiera del tramo uno, el originador tendrá derecho a solicitar a la fiduciaria la restitución del excedente, únicamente por períodos mensuales vencidos, lo que se hará en efectivo, salvo que por alguna disposición del fideicomiso, deban destinarse tales recursos para un fin distinto.

- **Sobrecolateralización:** consiste en que la cartera sobrecolateral permite crear y mantener la sobrecolateralización como mecanismo de garantía, mismo que a la fecha de emisión del primer tramo quedó fijada como mínimo en la suma de USD 199.800,00, la cual cubre en al menos 1,5 veces el índice de siniestralidad.

Se aclara expresamente que el saldo de capital de la cartera sobrecolateral del tramo uno: (i) tendrá una relación proporcional frente al saldo de capital de los valores efectivamente colocados entre inversionistas del respectivo tramo, y (ii) estará en función del índice de siniestralidad determinado en el acta para emisión y en el informe de estructuración financiera del respectivo tramo. En tal sentido, a medida que se vaya amortizando el capital de los valores del tramo uno, el saldo de capital de la cartera sobrecolateral de dicho tramo también se irá reduciendo proporcionalmente.

En caso de que durante la vigencia de los valores de un tramo determinado, la cartera sobrecolateral existente exceda la relación proporcional señalada, el originador tendrá derecho a solicitar a la fiduciaria la restitución de del excedente, únicamente para periodos mensuales vencidos, lo que se hará en cartera, salvo que por una disposición del fideicomiso, deba destinarse tal cartera para un fin distinto. Si por el contrario, según los reportes preparados mensualmente por el administrador de la cartera, la fiduciaria detecta que el saldo de capital de la cartera sobrecolateral es inferior a la relación proporcional correspondiente, el originador estará obligado a restablecer dicha relación proporcional dentro de los 15 primeros días hábiles del mes inmediato posterior a aquel en que se realizó tal cálculo.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha estudiado y analizado los Mecanismos de Garantía con que cuenta el Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Cartera Automotriz-ORIGINARSA”, los cuales son aceptables y dado el caso de requerirse de los mismos, estos podrían otorgar liquidez y cobertura para determinados pagos de los valores emitidos. Es importante señalar que los mecanismos de garantía cubren el índice de siniestralidad y, como se indicó anteriormente, cubrirían hasta una suma preestablecida del pago de los valores emitidos frente a mayor siniestralidad, conforme lo estipula la estructuración financiera de la titularización.

### **Cobertura sobre el índice de siniestralidad:**

Una vez determinado el flujo teórico de ingresos al Fideicomiso, se procedió a medir el nivel de cobertura entre la cartera titularizada y la cartera sobrecolateral aportada al Fideicomiso y los pagos (Amortización de capital y pago de intereses de la Titularización) que se deberán realizar en cada período correspondiente a la totalidad de la cartera aportada (Titularizada más sobrecolateral).

A lo largo del período de vigencia de la Titularización, se mantiene en el Fideicomiso un monto de cartera automotriz igual o superior al 100% del saldo de capital e intereses de los valores en circulación, para cada uno de los escenarios (optimista, moderado y pesimista).

En el período subsecuente al pago de un dividendo de capital o interés, y debido a que se reduce el saldo de los valores por pagar, la cobertura que genera la cartera excedente es superior a la mínima exigida de acuerdo a los mecanismos de garantía que van a ser utilizados en este proceso.

El índice de siniestralidad ponderado se fijó en 3,33%, al multiplicar este índice por 1,5 veces como indica la normativa, se obtiene que el 1,5 veces índice de siniestralidad se fija en 4,95%. Al obtener el 4,95% del monto por emitir de la titularización (USD 4,00 millones), se obtiene que la cartera sobrecolateral, se fija como mínimo en USD 199.800, mismo que cubre el 1,5 veces el índice de siniestralidad y equivale el 105% de exceso de flujos, el exceso de flujos deberá ser de al menos 105%.

CUADRO 3: COBERTURA ÍNDICE DE SINIESTRALIDAD ESCENARIO TEORICO (USD)

TEORICO	3,3%								
Mes	Saldo inicial de cartera en el Fideicomiso	Amort. Capital	Interés esperado	Flujo Teórico	Siniestralidad	Saldo final de cartera	Saldo insoluto Titularización	Sobrecolateral	Cobertura de Sobrecolateral / 1,5 veces índice de siniestralidad
0	4.284.227	25.935	55.428	81.363	864	4.257.429			
1	4.257.429	27.187	56.978	84.165	905	4.231.147	4.000.000	257.429	106,44%
2	4.231.147	27.551	56.614	84.165	917	4.204.513	4.000.000	231.147	105,78%
3	4.204.513	27.920	56.246	84.165	930	4.177.523	4.000.000	204.513	105,11%
4	4.177.523	28.293	55.872	84.165	942	4.150.172	3.750.000	427.523	111,40%
5	4.150.172	28.672	55.493	84.165	955	4.122.455	3.750.000	400.172	110,67%
6	4.122.455	29.056	55.110	84.165	968	4.094.367	3.750.000	372.455	109,93%
7	4.094.367	29.445	54.721	84.165	981	4.066.903	3.500.000	594.367	116,98%
8	4.066.903	29.839	54.327	84.165	994	4.037.057	3.500.000	565.903	116,17%
9	4.037.057	30.238	53.927	84.165	1.007	4.007.826	3.500.000	537.057	115,34%
10	4.007.826	30.643	53.523	84.165	1.020	3.978.204	3.250.000	757.826	123,32%
11	3.978.204	31.053	53.113	84.165	1.034	3.948.185	3.250.000	728.204	122,41%
12	3.948.185	31.468	52.697	84.165	1.048	3.917.765	3.250.000	698.185	121,48%
13	3.917.765	31.890	52.276	84.165	1.062	3.886.937	3.000.000	917.765	130,59%
14	3.886.937	32.316	51.849	84.165	1.076	3.855.697	3.000.000	886.937	129,56%
15	3.855.697	32.749	51.416	84.165	1.091	3.824.038	3.000.000	855.697	128,52%
16	3.824.038	33.187	50.978	84.165	1.105	3.791.956	2.750.000	1.074.038	139,06%
17	3.791.956	33.631	50.534	84.165	1.120	3.759.445	2.750.000	1.041.956	137,89%
18	3.759.445	34.081	50.084	84.165	1.135	3.726.498	2.750.000	1.009.445	136,71%
19	3.726.498	34.538	49.628	84.165	1.150	3.693.111	2.500.000	1.226.498	149,06%
20	3.693.111	35.000	49.166	84.165	1.165	3.659.277	2.500.000	1.193.111	147,72%
21	3.659.277	35.468	48.697	84.165	1.181	3.624.989	2.500.000	1.159.277	146,37%
22	3.624.989	35.943	48.222	84.165	1.197	3.590.243	2.250.000	1.374.989	161,11%
23	3.590.243	36.424	47.741	84.165	1.213	3.555.032	2.250.000	1.340.243	159,57%
24	3.555.032	36.911	47.254	84.165	1.229	3.519.350	2.250.000	1.305.032	158,00%
25	3.519.350	37.405	46.760	84.165	1.246	3.483.190	2.000.000	1.519.350	175,97%
26	3.483.190	37.906	46.259	84.165	1.262	3.446.547	2.000.000	1.483.190	174,16%
27	3.446.547	38.413	45.752	84.165	1.279	3.409.413	2.000.000	1.446.547	172,33%
28	3.409.413	38.927	45.238	84.165	1.296	3.371.781	1.750.000	1.659.413	194,82%
29	3.371.781	39.448	44.717	84.165	1.314	3.333.647	1.750.000	1.621.781	192,67%
30	3.333.647	39.976	44.189	84.165	1.331	3.295.002	1.750.000	1.583.647	190,49%
31	3.295.002	40.511	43.654	84.165	1.349	3.255.839	1.500.000	1.795.002	219,67%
32	3.255.839	41.054	43.112	84.165	1.367	3.216.153	1.500.000	1.755.839	217,06%
33	3.216.153	41.603	42.562	84.165	1.385	3.175.935	1.500.000	1.716.153	214,41%
34	3.175.935	42.160	42.006	84.165	1.404	3.135.179	1.250.000	1.925.935	254,07%
35	3.135.179	42.724	41.441	84.165	1.423	3.093.878	1.250.000	1.885.179	250,81%
36	3.093.878	43.296	40.870	84.165	1.442	3.052.024	1.250.000	1.843.878	247,51%
37	3.052.024	43.875	40.290	84.165	1.461	3.009.610	1.000.000	2.052.024	305,20%
38	3.009.610	44.462	39.703	84.165	1.481	2.966.628	1.000.000	2.009.610	300,96%
39	2.966.628	45.057	39.108	84.165	1.500	2.923.071	1.000.000	1.966.628	296,66%
40	2.923.071	45.660	38.505	84.165	1.520	2.878.931	750.000	2.173.071	389,74%
41	2.878.931	46.272	37.894	84.165	1.541	2.834.200	750.000	2.128.931	383,86%
42	2.834.200	46.891	37.275	84.165	1.561	2.788.871	750.000	2.084.200	377,89%
43	2.788.871	47.518	36.647	84.165	1.582	2.742.935	500.000	2.288.871	557,77%
44	2.742.935	48.154	36.011	84.165	1.604	2.696.384	500.000	2.242.935	548,59%
45	2.696.384	48.799	35.367	84.165	1.625	2.649.210	500.000	2.196.384	539,28%
46	2.649.210	49.452	34.713	84.165	1.647	2.601.405	250.000	2.399.210	1059,68%
47	2.601.405	50.114	34.052	84.165	1.669	2.552.960	250.000	2.351.405	1040,56%
48	2.552.960	50.784	33.381	84.165	1.691	2.503.867	250.000	2.302.960	1021,18%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

CUADRO 4: COBERTURA ÍNDICE DE SINIESTRALIDAD ESCENARIO MODERADO (USD)

MODERADO		2,63%							
Mes	Saldo inicial de cartera en el Fideicomiso	Amort. Capital	Interés	Flujo Teórico	Siniestralidad	Saldo final de cartera	Saldo insoluto Titularización	Sobrecolateral	Cobertura de Sborecolateral / 1,5 veces índice de siniestralidad
0	4.284.227	26.828	57.337	84.165	706	4.258.105			
1	4.258.105	27.187	56.978	84.165	715	4.231.633	4.000.000	258.105	106,45%
2	4.231.633	27.551	56.614	84.165	725	4.204.806	4.000.000	231.633	105,79%
3	4.204.806	27.920	56.246	84.165	734	4.177.621	4.000.000	204.806	105,12%
4	4.177.621	28.293	55.872	84.165	744	4.150.072	3.750.000	427.621	111,40%
5	4.150.072	28.672	55.493	84.165	754	4.122.154	3.750.000	400.072	110,67%
6	4.122.154	29.056	55.110	84.165	764	4.093.862	3.750.000	372.154	109,92%
7	4.093.862	29.445	54.721	84.165	774	4.065.192	3.500.000	593.862	116,97%
8	4.065.192	29.839	54.327	84.165	785	4.036.138	3.500.000	565.192	116,15%
9	4.036.138	30.238	53.927	84.165	795	4.006.695	3.500.000	536.138	115,32%
10	4.006.695	30.643	53.523	84.165	806	3.976.859	3.250.000	756.695	123,28%
11	3.976.859	31.053	53.113	84.165	817	3.946.623	3.250.000	726.859	122,36%
12	3.946.623	31.468	52.697	84.165	828	3.915.982	3.250.000	696.623	121,43%
13	3.915.982	31.890	52.276	84.165	839	3.884.931	3.000.000	915.982	130,53%
14	3.884.931	32.316	51.849	84.165	850	3.853.465	3.000.000	884.931	129,50%
15	3.853.465	32.749	51.416	84.165	861	3.821.577	3.000.000	853.465	128,45%
16	3.821.577	33.187	50.978	84.165	873	3.789.263	2.750.000	1.071.577	138,97%
17	3.789.263	33.631	50.534	84.165	885	3.756.516	2.750.000	1.039.263	137,79%
18	3.756.516	34.081	50.084	84.165	896	3.723.331	2.750.000	1.006.516	136,60%
19	3.723.331	34.538	49.628	84.165	908	3.689.702	2.500.000	1.223.331	148,93%
20	3.689.702	35.000	49.166	84.165	921	3.655.623	2.500.000	1.189.702	147,59%
21	3.655.623	35.468	48.697	84.165	933	3.621.087	2.500.000	1.155.623	146,22%
22	3.621.087	35.943	48.222	84.165	945	3.586.090	2.250.000	1.371.087	160,94%
23	3.586.090	36.424	47.741	84.165	958	3.550.624	2.250.000	1.336.090	159,38%
24	3.550.624	36.911	47.254	84.165	971	3.514.683	2.250.000	1.300.624	157,81%
25	3.514.683	37.405	46.760	84.165	984	3.478.262	2.000.000	1.514.683	175,73%
26	3.478.262	37.906	46.259	84.165	997	3.441.353	2.000.000	1.478.262	173,91%
27	3.441.353	38.413	45.752	84.165	1.010	3.403.950	2.000.000	1.441.353	172,07%
28	3.403.950	38.927	45.238	84.165	1.024	3.366.046	1.750.000	1.653.950	194,51%
29	3.366.046	39.448	44.717	84.165	1.038	3.327.636	1.750.000	1.616.046	192,35%
30	3.327.636	39.976	44.189	84.165	1.051	3.288.711	1.750.000	1.577.636	190,15%
31	3.288.711	40.511	43.654	84.165	1.066	3.249.265	1.500.000	1.788.711	219,25%
32	3.249.265	41.054	43.112	84.165	1.080	3.209.291	1.500.000	1.749.265	216,62%
33	3.209.291	41.603	42.562	84.165	1.094	3.168.783	1.500.000	1.709.291	213,95%
34	3.168.783	42.160	42.006	84.165	1.109	3.127.732	1.250.000	1.918.783	253,50%
35	3.127.732	42.724	41.441	84.165	1.124	3.086.131	1.250.000	1.877.732	250,22%
36	3.086.131	43.296	40.870	84.165	1.139	3.043.975	1.250.000	1.836.131	246,89%
37	3.043.975	43.875	40.290	84.165	1.154	3.001.253	1.000.000	2.043.975	304,40%
38	3.001.253	44.462	39.703	84.165	1.169	2.957.960	1.000.000	2.001.253	300,13%
39	2.957.960	45.057	39.108	84.165	1.185	2.914.088	1.000.000	1.957.960	295,80%
40	2.914.088	45.660	38.505	84.165	1.201	2.869.629	750.000	2.164.088	388,55%
41	2.869.629	46.272	37.894	84.165	1.217	2.824.574	750.000	2.119.629	382,62%
42	2.824.574	46.891	37.275	84.165	1.233	2.778.916	750.000	2.074.574	376,61%
43	2.778.916	47.518	36.647	84.165	1.250	2.732.648	500.000	2.278.916	555,78%
44	2.732.648	48.154	36.011	84.165	1.267	2.685.760	500.000	2.232.648	546,53%
45	2.685.760	48.799	35.367	84.165	1.284	2.638.245	500.000	2.185.760	537,15%
46	2.638.245	49.452	34.713	84.165	1.301	2.590.094	250.000	2.388.245	1055,30%
47	2.590.094	50.114	34.052	84.165	1.318	2.541.298	250.000	2.340.094	1036,04%
48	2.541.298	50.784	33.381	84.165	1.336	2.491.849	250.000	2.291.298	1016,52%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

CUADRO 5: COBERTURA ÍNDICE DE SINIESTRALIDAD ESCENARIO PESIMISTA (USD)

PESIMISTA		4,40%							
Mes	Saldo inicial de cartera en el Fideicomiso	Amort. Capital	Interés	Flujo Teórico	Siniestralidad	Saldo final de cartera	Saldo insoluto Titularización	Sobrecolateral	Cobertura de Sobrecolateral / 1,5 veces índice de siniestralidad
0	4.284.227	26.828	57.337	84.165	1.181	4.256.218			
1	4.256.218	27.187	56.978	84.165	1.197	4.230.228	4.000.000	256.218	106,41%
2	4.230.228	27.551	56.614	84.165	1.213	4.203.890	4.000.000	230.228	105,76%
3	4.203.890	27.920	56.246	84.165	1.229	4.177.199	4.000.000	203.890	105,10%
4	4.177.199	28.293	55.872	84.165	1.246	4.150.152	3.750.000	427.199	111,39%
5	4.150.152	28.672	55.493	84.165	1.262	4.122.742	3.750.000	400.152	110,67%
6	4.122.742	29.056	55.110	84.165	1.279	4.094.965	3.750.000	372.742	109,94%
7	4.094.965	29.445	54.721	84.165	1.296	4.066.817	3.500.000	594.965	117,00%
8	4.066.817	29.839	54.327	84.165	1.314	4.038.292	3.500.000	566.817	116,19%
9	4.038.292	30.238	53.927	84.165	1.331	4.009.385	3.500.000	538.292	115,38%
10	4.009.385	30.643	53.523	84.165	1.349	3.980.092	3.250.000	759.385	123,37%
11	3.980.092	31.053	53.113	84.165	1.367	3.950.406	3.250.000	730.092	122,46%
12	3.950.406	31.468	52.697	84.165	1.386	3.920.323	3.250.000	700.406	121,55%
13	3.920.323	31.890	52.276	84.165	1.404	3.889.838	3.000.000	920.323	130,68%
14	3.889.838	32.316	51.849	84.165	1.423	3.858.944	3.000.000	889.838	129,66%
15	3.858.944	32.749	51.416	84.165	1.442	3.827.637	3.000.000	858.944	128,63%
16	3.827.637	33.187	50.978	84.165	1.461	3.795.911	2.750.000	1.077.637	139,19%
17	3.795.911	33.631	50.534	84.165	1.481	3.763.761	2.750.000	1.045.911	138,03%
18	3.763.761	34.081	50.084	84.165	1.501	3.731.180	2.750.000	1.013.761	136,86%
19	3.731.180	34.538	49.628	84.165	1.521	3.698.163	2.500.000	1.231.180	149,25%
20	3.698.163	35.000	49.166	84.165	1.541	3.664.704	2.500.000	1.198.163	147,93%
21	3.664.704	35.468	48.697	84.165	1.562	3.630.798	2.500.000	1.164.704	146,59%
22	3.630.798	35.943	48.222	84.165	1.583	3.596.437	2.250.000	1.380.798	161,37%
23	3.596.437	36.424	47.741	84.165	1.604	3.561.617	2.250.000	1.346.437	159,84%
24	3.561.617	36.911	47.254	84.165	1.625	3.526.331	2.250.000	1.311.617	158,29%
25	3.526.331	37.405	46.760	84.165	1.647	3.490.572	2.000.000	1.526.331	176,32%
26	3.490.572	37.906	46.259	84.165	1.669	3.454.335	2.000.000	1.490.572	174,53%
27	3.454.335	38.413	45.752	84.165	1.691	3.417.613	2.000.000	1.454.335	172,72%
28	3.417.613	38.927	45.238	84.165	1.714	3.380.400	1.750.000	1.667.613	195,29%
29	3.380.400	39.448	44.717	84.165	1.737	3.342.688	1.750.000	1.630.400	193,17%
30	3.342.688	39.976	44.189	84.165	1.760	3.304.472	1.750.000	1.592.688	191,01%
31	3.304.472	40.511	43.654	84.165	1.784	3.265.744	1.500.000	1.804.472	220,30%
32	3.265.744	41.054	43.112	84.165	1.808	3.226.498	1.500.000	1.765.744	217,72%
33	3.226.498	41.603	42.562	84.165	1.832	3.186.727	1.500.000	1.726.498	215,10%
34	3.186.727	42.160	42.006	84.165	1.856	3.146.424	1.250.000	1.936.727	254,94%
35	3.146.424	42.724	41.441	84.165	1.881	3.105.581	1.250.000	1.896.424	251,71%
36	3.105.581	43.296	40.870	84.165	1.906	3.064.191	1.250.000	1.855.581	248,45%
37	3.064.191	43.875	40.290	84.165	1.932	3.022.248	1.000.000	2.064.191	306,42%
38	3.022.248	44.462	39.703	84.165	1.958	2.979.743	1.000.000	2.022.248	302,22%
39	2.979.743	45.057	39.108	84.165	1.984	2.936.669	1.000.000	1.979.743	297,97%
40	2.936.669	45.660	38.505	84.165	2.010	2.893.019	750.000	2.186.669	391,56%
41	2.893.019	46.272	37.894	84.165	2.037	2.848.785	750.000	2.143.019	385,74%
42	2.848.785	46.891	37.275	84.165	2.065	2.803.959	750.000	2.098.785	379,84%
43	2.803.959	47.518	36.647	84.165	2.092	2.758.532	500.000	2.303.959	560,79%
44	2.758.532	48.154	36.011	84.165	2.120	2.712.498	500.000	2.258.532	551,71%
45	2.712.498	48.799	35.367	84.165	2.149	2.665.848	500.000	2.212.498	542,50%
46	2.665.848	49.452	34.713	84.165	2.177	2.618.573	250.000	2.415.848	1066,34%
47	2.618.573	50.114	34.052	84.165	2.206	2.570.666	250.000	2.368.573	1047,43%
48	2.570.666	50.784	33.381	84.165	2.236	2.522.118	250.000	2.320.666	1028,27%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

CUADRO 6: COBERTURA ÍNDICE DE SINIESTRALIDAD ESCENARIO OPTIMISTA (USD)

OPTIMISTA	1,20%								
Mes	Saldo inicial de cartera en el Fideicomiso	Amort. Capital	Interés	Flujo Teórico	Siniestralidad	Saldo final de cartera	Saldo insoluto Titularización	Sobrecolateral	Cobertura de Sobrecolateral / 1,5 veces índice de siniestralidad
0	4.284.227	26.828	57.337	84.165	323	4.257.722			
1	4.257.722	27.187	56.978	84.165	328	4.230.863	4.000.000	257.722	106,44%
2	4.230.863	27.551	56.614	84.165	332	4.203.644	4.000.000	230.863	105,77%
3	4.203.644	27.920	56.246	84.165	336	4.176.060	4.000.000	203.644	105,09%
4	4.176.060	28.293	55.872	84.165	341	4.148.108	3.750.000	426.060	111,36%
5	4.148.108	28.672	55.493	84.165	345	4.119.781	3.750.000	398.108	110,62%
6	4.119.781	29.056	55.110	84.165	350	4.091.076	3.750.000	369.781	109,86%
7	4.091.076	29.445	54.721	84.165	355	4.061.986	3.500.000	591.076	116,89%
8	4.061.986	29.839	54.327	84.165	360	4.032.506	3.500.000	561.986	116,06%
9	4.032.506	30.238	53.927	84.165	364	4.002.633	3.500.000	532.506	115,21%
10	4.002.633	30.643	53.523	84.165	369	3.972.359	3.250.000	752.633	123,16%
11	3.972.359	31.053	53.113	84.165	374	3.941.680	3.250.000	722.359	122,23%
12	3.941.680	31.468	52.697	84.165	379	3.910.591	3.250.000	691.680	121,28%
13	3.910.591	31.890	52.276	84.165	384	3.879.086	3.000.000	910.591	130,35%
14	3.879.086	32.316	51.849	84.165	389	3.847.159	3.000.000	879.086	129,30%
15	3.847.159	32.749	51.416	84.165	395	3.814.804	3.000.000	847.159	128,24%
16	3.814.804	33.187	50.978	84.165	400	3.782.017	2.750.000	1.064.804	138,72%
17	3.782.017	33.631	50.534	84.165	405	3.748.791	2.750.000	1.032.017	137,53%
18	3.748.791	34.081	50.084	84.165	411	3.715.120	2.750.000	998.791	136,32%
19	3.715.120	34.538	49.628	84.165	416	3.680.999	2.500.000	1.215.120	148,60%
20	3.680.999	35.000	49.166	84.165	422	3.646.421	2.500.000	1.180.999	147,24%
21	3.646.421	35.468	48.697	84.165	427	3.611.380	2.500.000	1.146.421	145,86%
22	3.611.380	35.943	48.222	84.165	433	3.575.870	2.250.000	1.361.380	160,51%
23	3.575.870	36.424	47.741	84.165	439	3.539.885	2.250.000	1.325.870	158,93%
24	3.539.885	36.911	47.254	84.165	445	3.503.418	2.250.000	1.289.885	157,33%
25	3.503.418	37.405	46.760	84.165	451	3.466.464	2.000.000	1.503.418	175,17%
26	3.466.464	37.906	46.259	84.165	457	3.429.014	2.000.000	1.466.464	173,32%
27	3.429.014	38.413	45.752	84.165	463	3.391.064	2.000.000	1.429.014	171,45%
28	3.391.064	38.927	45.238	84.165	469	3.352.605	1.750.000	1.641.064	193,78%
29	3.352.605	39.448	44.717	84.165	475	3.313.632	1.750.000	1.602.605	191,58%
30	3.313.632	39.976	44.189	84.165	482	3.274.138	1.750.000	1.563.632	189,35%
31	3.274.138	40.511	43.654	84.165	488	3.234.114	1.500.000	1.774.138	218,28%
32	3.234.114	41.054	43.112	84.165	495	3.193.556	1.500.000	1.734.114	215,61%
33	3.193.556	41.603	42.562	84.165	501	3.152.454	1.500.000	1.693.556	212,90%
34	3.152.454	42.160	42.006	84.165	508	3.110.802	1.250.000	1.902.454	252,20%
35	3.110.802	42.724	41.441	84.165	515	3.068.593	1.250.000	1.860.802	248,86%
36	3.068.593	43.296	40.870	84.165	522	3.025.819	1.250.000	1.818.593	245,49%
37	3.025.819	43.875	40.290	84.165	529	2.982.472	1.000.000	2.025.819	302,58%
38	2.982.472	44.462	39.703	84.165	536	2.938.545	1.000.000	1.982.472	298,25%
39	2.938.545	45.057	39.108	84.165	543	2.894.031	1.000.000	1.938.545	293,85%
40	2.894.031	45.660	38.505	84.165	550	2.848.921	750.000	2.144.031	385,87%
41	2.848.921	46.272	37.894	84.165	558	2.803.206	750.000	2.098.921	379,86%
42	2.803.206	46.891	37.275	84.165	565	2.756.881	750.000	2.053.206	373,76%
43	2.756.881	47.518	36.647	84.165	573	2.709.935	500.000	2.256.881	551,38%
44	2.709.935	48.154	36.011	84.165	580	2.662.361	500.000	2.209.935	541,99%
45	2.662.361	48.799	35.367	84.165	588	2.614.150	500.000	2.162.361	532,47%
46	2.614.150	49.452	34.713	84.165	596	2.565.294	250.000	2.364.150	1045,66%
47	2.565.294	50.114	34.052	84.165	604	2.515.784	250.000	2.315.294	1026,12%
48	2.515.784	50.784	33.381	84.165	612	2.465.611	250.000	2.265.784	1006,31%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Luego del estudio y análisis de la cobertura de los mecanismos de garantía sobre el índice de siniestralidad, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., señala que se ha cumplido con la exigencia establecida en el Art. 17, Sección IV, Capítulo V, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.

## Asamblea

La Asamblea consiste en la reunión de los Inversionistas, aun cuando sólo se tratase de un Inversionista. La primera Asamblea, con el carácter de ordinaria, se convoca por la Fiduciaria dentro de los 60 días posteriores a la fecha de emisión, en la que se designa a tres miembros para que integren el Comité de Vigilancia, así como la asignación de funciones de Presidente, Vicepresidente y Secretario del Comité de Vigilancia.

Con posterioridad a esta primera sesión, la Asamblea podrá reunirse extraordinariamente por decisión de la Fiduciaria, del Comité de Vigilancia y/o de Inversionistas que representen el 50,00% más uno de la totalidad de valores en circulación, o de la Superintendencia de Compañías. En todos los casos, la decisión de convocatoria deberá canalizarse a través de la Fiduciaria. Los inversionistas podrán acudir a la asamblea personalmente o representados mediante poder. Las resoluciones de la Asamblea se tomarán por mayoría simple de votos.

La Asamblea tendrá las siguientes funciones:

- Designar o remover a los miembros integrantes del Comité de Vigilancia.
- Conocer y resolver sobre los asuntos que sean sometidos a su consideración por la Fiduciaria.
- Conocer y resolver sobre la sustitución de la fiduciaria. Esta facultad también podrá ser ejercida por el Comité de Vigilancia.
- En general todos los asuntos que le corresponda conocer y resolver por disposición legal o reglamentaria.

## Comité de Vigilancia

El Comité de Vigilancia del Fideicomiso Mercantil estará compuesto por lo menos por tres miembros sean o no inversionistas, elegidos por los inversionistas que no estén relacionados o vinculados a la Fiduciaria o el Originador. Contará con un Presidente, Vicepresidente y Secretario elegido por la Asamblea de Inversionistas, que podrán ser o no inversionistas.

Son atribuciones del Comité de Vigilancia, además de las establecidas en la legislación ecuatoriana las siguientes:

- Comprobar que la Fiduciaria cumpla con la administración y gestión del proceso de Titularización de conformidad con la legislación ecuatoriana, el Fideicomiso, Reglamento de Gestión, Prospecto de Oferta Pública.
- Convocar a asamblea extraordinaria cuando lo considere necesario.
- Autorizar reformas o modificaciones al Fideicomiso Mercantil y al Reglamento de Gestión que sean propuestas por la Fiduciaria y/o el originador.

Son obligaciones del Comité de Vigilancia, además de las establecidas en la legislación ecuatoriana las siguientes:

- Informar a la Asamblea, al vencimiento del plazo de todos los títulos valor, sobre su labor y las conclusiones obtenidas.
- Informar a la asamblea de inversionistas sobre su labor y las conclusiones obtenidas.
- Informar a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros cuando en el desempeño de sus funciones detecte el incumplimiento de las normas que rigen al Fideicomiso y el proceso de titularización, dentro de los tres días hábiles contados desde la fecha en que el comité de Vigilancia los hubiere detectado.

## Punto de Equilibrio

De conformidad a la parte legal es la obtención de la autorización de oferta pública de la titularización por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros y la inscripción del fideicomiso y de los valores en el Catastro Público del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores del Ecuador. Dentro de la parte financiera corresponde a la colocación del primer valor, cualquiera éste sea; y en la parte del plazo corresponde a que la colocación del primer valor, cualquiera éste sea, se realice dentro del plazo máximo de oferta pública conferido por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

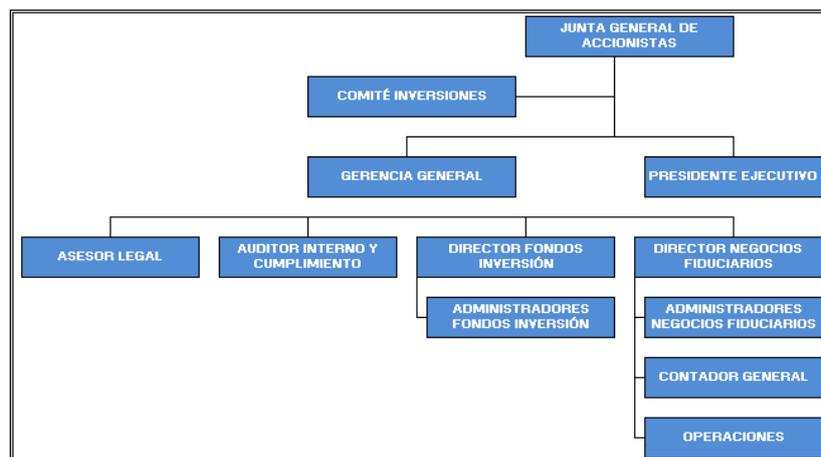
## Experiencia del Administrador Fiduciario

Fiduciaria de las Américas FIDUAMÉRICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. es una compañía legalmente constituida mediante escritura pública otorgada el 21 de febrero de 2017, ante el Notario Trigésimo del cantón Quito, debidamente inscrita en el Registro Mercantil el 7 de abril de 2017. Su permiso de funcionamiento fue aprobado mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2017-00020135, dictada el 01 de septiembre de 2017, e inscrita en el Registro Mercantil de Quito, el 07 de septiembre de 2017.

La compañía tiene una duración de ochenta años contados a partir de la fecha de inscripción en el Registro Mercantil.

La estructura organizacional de Fiduciaria de las Américas FIDUAMÉRICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. es flexible, de manera que permite crear equipos interdisciplinarios para los diferentes negocios, mismos que fusionan a profesionales con la mejor formación académica de varias especialidades y vasta experiencia en el negocio fiduciario, que colaboran entre sí.

GRÁFICO 1: ORGANIGRAMA DE FIDUAMÉRICAS



Fuente: Fiduciaria de las Américas FIDUAMÉRICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. / Elaboración: Class International Rating

FIDUAMÉRICAS cuenta con un capital social pagado de USD 800.000,00, con lo cual cumple con lo estipulado en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, en su Libro II, Título I, Capítulo I, Art. 4, respecto al capital mínimo de las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos.

El Sistema Informático de Fiduciaria de las Américas FIDUAMÉRICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., cuenta con la tecnología necesaria para controlar y administrar cada uno de los Fideicomisos administrados, en todos los aspectos que involucra su ciclo fiduciario desde la constitución de un Patrimonio o encargo, y el manejo de un proceso de titularización, como: registros contables independientes, control documentario, identificación y control de bienes fideicomitidos, control de valorización, rendición de cuentas (financiera-contable y operativa), control de vencimientos, agenda de eventos fiduciarios importantes, administración y control de flujos, contabilización completa de las operaciones asociadas al negocio y proceso de liquidación del mismo.

Por lo expuesto, se observa que la administradora presenta una apropiada estructura administrativa, adecuada capacidad técnica, y un aceptable posicionamiento en el mercado, con lo cual se da cumplimiento a lo determinado en el literal c, numeral 3 del Artículo 19, del Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.

### Calidad del Activo Subyacente

Conforme el Acta correspondiente al Primer Tramo, el Originador transfiere y aporta al Fideicomiso, a título de fideicomiso mercantil irrevocable, para efectos del Primer Tramo, Cartera Inicial (instrumentos de crédito), por un saldo de capital cortado al 31 de agosto de 2018, que asciende a la suma de USD 4'284.228,00, de los cuales USD 4'080.360,00 corresponden a cartera titularizada (instrumentos de crédito), mientras que USD 203.868,00 corresponde a cartera Sobrecolateral (instrumentos de crédito). Para efectos de la transferencia de dominio de la cartera inicial, el Originador procede a ceder o endosar, según corresponda, los instrumentos de crédito a favor del Fideicomiso bajo la fórmula "sin responsabilidad". A futuro, de ser necesario, el Originador se compromete a suscribir cuanto documento fuere solicitado por la FIDUCIARIA, a efectos de confirmar la transferencia de dominio aquí referida.

Los instrumentos de crédito son los documentos contentivos de operaciones de mutuo o crédito para financiamiento de compraventa de vehículos en general, que constan suscritos por deudores seleccionados de este primer tramo, y que previo a su transferencia al fideicomiso registran al originador como titular. Al momento de su transferencia por parte del originador al fideicomiso, los instrumentos de crédito de este primer tramo deberán tener las siguientes características: (i) ser suscritos por deudores seleccionados; (ii) ser materia de una operación de crédito que cumpla con la política interna de generación de cartera del originador; (iii) no corresponder a operaciones de crédito vinculadas; y, (iv) no haber sido materia de reprogramación ni refinanciación por mora.

De acuerdo a información proporcionada por la empresa, dentro de la cartera a ser aportada al Fideicomiso al 31 de agosto de 2018, constan 211 operaciones crediticias con un saldo de capital de USD 4,28 millones, correspondientes al segmento de consumo, si se considera como parámetro las normas establecidas por la Superintendencia de Bancos del Ecuador.

**CUADRO 7: DISTRIBUCIÓN DE LA CARTERA POR CLASE (Al 31 de agosto de 2018)**

Cartera Titularizada	# de Operaciones	% de Operaciones	Saldo Capital (USD)	% Saldo de Capital
Consumo	211	100,00%	4.284.227,24	100,00%

Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Las 211 operaciones de la cartera a ser titularizada, con corte al 31 de agosto de 2018, fueron concedidas a plazos que fluctúan entre 12 y 60 meses, en el que se evidencia que el 58,29% de las operaciones fueron concedidas a un plazo de 60 meses. Las operaciones de crédito de la cartera a ser titularizada presentan un saldo de capital promedio USD 20.304,39 además existe una dispersión media en el monto de crédito de las operaciones, debido a que la operación de crédito con mayor saldo de capital por vencer presenta una suma de USD 64.747,35 millones.

**CUADRO 8: DISTRIBUCIÓN DE CARTERA POR PLAZOS (Al 31 de agosto de 2018)**

Plazo (meses)	# Operaciones	% de operaciones	Saldo de Capital (USD)	% de operaciones
12 meses	3	1,42%	35.226,76	0,82%
18 meses	1	0,47%	24.597,35	0,57%
24 meses	11	5,21%	254.610,81	5,94%
36 meses	36	17,06%	899.055,28	20,99%
48 meses	37	17,54%	721.401,79	16,84%
60 meses	123	58,29%	2.349.335,25	54,84%
<b>Total Cartera</b>	<b>211</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.284.227,24</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Así mismo, las operaciones a ser titularizadas registran operaciones con saldos de capital que oscilan entre USD 1.616,45 como valor mínimo y USD 64.747,35<sup>1</sup> como valor máximo, de las cuales la mayor proporción, en cuanto a cantidad de operaciones, corresponde a los rangos comprendidos entre USD 10.001 hasta USD 20.000 con 105 operaciones que representaron el 49,76% del número total de operaciones, y el 36,37% del saldo de capital,

<sup>1</sup> La política de crédito contempla créditos para vehículos livianos y semipesados hasta de USD 60.000, sin embargo, dentro de las 211 operaciones a titularizar existen 3 operaciones con saldos de capital que superan los USD 60.000, mismos que fueron aprobados con la excepción de monto autorizado por la Gerencia de ORIGINARSA S.A., pues se trata de financiamiento de vehículos livianos a personas jurídicas y corporativos.

seguido del rango de más de USD 20.001 hasta USD 30.000, con un total de 70 de operaciones que significaron el 33,18% del total de operaciones, con un saldo de capital que representó el 38,66% del total de la cartera.

**CUADRO 9: DISTRIBUCIÓN DE CARTERA POR SALDO DE CAPITAL (Al 31 de agosto de 2018)**

Saldo de Capital	# Operaciones	% de operaciones	Saldo de Capital (USD)	% de operaciones
Hasta 5.000	2	0,95%	6.108,37	0,14%
Más de 5.001 hasta 10.000	9	4,27%	76.841,61	1,79%
Más de 10.001 hasta 20.000	105	49,76%	1.558.323,35	36,37%
Más 20.001 hasta 30.000	70	33,18%	1.656.437,67	38,66%
Más de 30.001	25	11,85%	986.516,24	23,03%
<b>Total Cartera</b>	<b>211</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.284.227,24</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

En lo que concierne a la distribución geográfica de la cartera, se puede indicar que dentro de las 15 ciudades donde ha colocado sus créditos, sobresalen Quito y Guayaquil, pues es ahí donde se concentra el 77,73% de las operaciones de la cartera a ser titularizada, mismas que representaron el 77,92% del saldo de capital entre ambas ciudades.

**CUADRO 10: DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LA CARTERA (Al 31 de agosto de 2018)**

Ciudad	# Operaciones	%	Saldo de Capital USD	%
AMBATO	1	0,47%	22.178,91	0,52%
BABAHYOYO	1	0,47%	10.990,74	0,26%
DURAN	1	0,47%	15.982,20	0,37%
ESMERALDAS	1	0,47%	25.614,80	0,60%
GUAYAQUIL	71	33,65%	1.418.843,84	33,12%
IBARRA	9	4,27%	167.510,78	3,91%
LAGO AGRIO	1	0,47%	25.446,11	0,59%
LATACUNGA	1	0,47%	16.450,96	0,38%
MACHALA	1	0,47%	45.645,29	1,07%
MANTA	17	8,06%	392.754,66	9,17%
MILAGRO	1	0,47%	12.482,92	0,29%
QUEVEDO	1	0,47%	16.191,45	0,38%
QUITO	93	44,08%	1.919.296,00	44,80%
SALINAS	1	0,47%	20.619,00	0,48%
SANTO DOMINGO	11	5,21%	174.219,58	4,07%
<b>Total Cartera</b>	<b>211</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.284.227,24</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Mientras tanto, al agrupar las operaciones en base a la tasa de interés, se observa que, dentro de la cartera analizada con corte al 31 de agosto de 2018, existe una alta concentración en aquellas con la tasa más alta (16,06%), las mismas que representaron el 66,82% del total de operaciones. De lejos se ubica en segundo lugar la cartera concedida con una tasa de interés del 14,99%, que representó el 17,54% de las operaciones.

**CUADRO 11: DISTRIBUCIÓN DE CARTERA POR TASA DE INTERÉS (Al 31 de agosto de 2018)**

Tasa de Interés	# Operaciones	% de operaciones	Saldo de Capital (USD)	% de operaciones
11,23%	1	0,47%	23.537,63	0,55%
11,99%	1	0,47%	25.614,80	0,60%
14,99%	37	17,54%	910.783,94	21,26%
15,19%	3	1,42%	24.066,91	0,56%
15,50%	20	9,48%	454.540,92	10,61%
15,99%	8	3,79%	166.455,00	3,89%
16,06%	141	66,82%	2.679.228,04	62,54%
<b>Total Cartera</b>	<b>211</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.284.227,24</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Metodología de Cálculo para el Índice de Siniestralidad

La metodología utilizada para el cálculo del Índice de Siniestralidad toma como principales variables a la Cartera Castigada y la Cartera en mora por más de 90 días del período analizado, en razón de que reflejan los valores con menor probabilidad de cobro para el Originador. Los datos que se utilizaron para la elaboración del cálculo del Índice de Siniestralidad comprenden entre el periodo enero 2015 y agosto 2018.

Ambas variables ponderadas sobre el total de la cartera bruta, y asociadas a su probabilidad estadística de ocurrencia, definen el Índice de Siniestralidad, tal como se evidencia en la siguiente expresión:

$$\text{Índice de Siniestralidad} = \theta(\varepsilon + \mu)$$

Donde  $\varepsilon = \text{Cartera castigada ponderada}$ ,  $\mu = \text{Cartera en mora más de 90 días ponderada}$  y  $\theta = \text{Probabilidad de ocurrencia}$ .

Dentro de la cartera castigada, se analiza el porcentaje de cartera castigada reportada por el Originador sobre toda la cartera vendida y administrada, además del cálculo del promedio ponderado de los porcentajes de cartera castigada con los datos de los últimos 3 años y la determinación del porcentaje mínimo y máximo de cartera castigada en los últimos 3 años. Los cálculos realizados constan en la siguiente tabla:

CUADRO 12: ANÁLISIS DE CARTERA CASTIGADA (AL 31 DE AGOSTO DE 2018)

	2015	2016	2017	ago-18
CARTERA BRUTA	127.683.075	123.639.779	120.741.588	124.630.862
CARTERA CASTIGADA	587.669	873.778	1.974.197	598.717
CARTERA CASTIGADA / CARTERA BRUTA	0,46%	0,71%	1,64%	0,48%
PROMEDIO PONDERADO	0,81%			
MAXIMO HISTORICO	1,64%			
MINIMO HISTORICO	0,46%			

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Dentro de la cartera en mora, consta el análisis de la información estadística de la cartera bruta, vencida, y en mora por más de 90 días<sup>2</sup> en el periodo comprendido entre enero de 2015 y agosto de 2018, el análisis incluye el promedio ponderado de cartera bruta, vencida y en mora por más de 90 días de la muestra considerando la cartera bruta como factor ponderador, además de la desviación estándar de la muestra correspondiente a dichas carteras, y finalmente el cálculo del porcentaje mínimo y máximo de la cartera bruta, vencida y en mora por más de 90 días. A continuación, se presentan los cálculos realizados:

CUADRO 13: ANÁLISIS CARTERA EN MORA (Al 31 de agosto de 2018)

ESTADÍSTICOS	CARTERA TOTAL	CARTERA VENCIDA	% CARTERA VENCIDA	CARTERA EN MORA + 90 DÍAS
MEDIA PONDERADA	123.435.358	6.322.884	2,27%	1,82%
DESVIACIÓN ESTANDAR	2.611.089	1.580.207	0,61%	0,60%
MAXIMO	128.280.925	8.595.703	3,31%	2,77%
MINIMO	119.254.713	3.097.006	1,19%	0,74%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Para el cálculo de probabilidad de cartera en mora para la ponderación, se clasificó en tres categorías a los datos de los porcentajes de la cartera en mora de los últimos 3 años: Media ponderada cartera en mora más de 90 días ( $\theta$ ), Media ponderada menos una desviación estándar ( $\theta - 1\sigma$ ) y el superior a la media ponderada cartera en mora más de 90 días ( $\theta <$ ). Para el presente cálculo, los valores asociados a cada intervalo se definen de la siguiente manera:

<sup>2</sup> El informe de estructuración financiera seleccionó la cartera de más de 90 días dado que hasta 90 días la empresa logra recuperar en promedio el 98% del total de la cartera colocada

CUADRO 14: ANÁLISIS PROBABILIDAD DE CARTERA EN MORA (Al 31 de agosto de 2018)

DISTRIBUCIÓN DE FRECUENCIAS DE CARTERA EN MORA			
CATEGORIAS	$\theta_1^3$	$\theta^4$	$\theta_2^5$
FRECUENCIA	12	5	27
PROBABILIDAD HISTORICA	27,27%	11,36%	61,36%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

### Determinación de los Escenarios Optimista, Moderado y Pesimista

Para establecer los tres escenarios para su posterior sensibilización para el cálculo del Índice de Siniestralidad ponderado, dentro de la determinación del escenario optimista utilizó el porcentaje mínimo de la cartera castigada ponderada, el porcentaje mínimo de la cartera en mora más de 90 días ponderada y para la siniestralidad del escenario utilizó la sumatoria de ambos porcentajes mínimos.

Para el escenario moderado, se utilizó el promedio de la cartera castigada ponderada, el promedio de la cartera en mora más de 90 días ponderada y para la siniestralidad del escenario la sumatoria de ambos promedios. Finalmente para el escenario pesimista, utilizó el porcentaje máximo de la cartera castigada ponderada, el porcentaje máximo de la cartera en mora por más de 90 días ponderada y para la determinación de la siniestralidad de este escenario utilizó la sumatoria de ambos porcentajes máximos. A continuación, la metodología implementada:

CUADRO 15: DETERMINACIÓN DE ESCENARIOS (Al 31 de agosto de 2018)

CRITERIOS ESCENARIOS	OPTIMISTA	MODERADO	PESIMISTA
CARTERA CASTIGADA ( $\epsilon$ )	$Min(\epsilon)$	$\epsilon^-$	$Max(\epsilon)$
CARTERA EN MORA ( $\mu$ )	$Min(\mu)$	$\mu^-$	$Max(\mu)$
SINIESTRALIDAD POR ESCENARIO	$\Sigma Min(\epsilon, \mu)$	$\Sigma(\epsilon^-, \mu^-)$	$\Sigma Max(\epsilon, \mu)$

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Cada escenario consta de un porcentaje de mora y un porcentaje de cartera castigada, dichos porcentajes se suman y ponderan mediante el comportamiento histórico de la cartera en mora por más de 90 días. El dato resultante permite obtener el índice de siniestralidad ponderado y sensibilizado. A continuación, la descripción de los cálculos considerados para cada escenario:

CUADRO 16: ESCENARIOS (Al 31 de agosto de 2018)

CRITERIOS ESCENARIOS	OPTIMISTA	MODERADO	PESIMISTA
CARTERA CASTIGADA ( $\epsilon$ )	Porcentaje mínimo histórico: 0,46%	Promedio ponderado histórico: 0,81%	Porcentaje máximo histórico: 1,64%
CARTERA EN MORA ( $\mu$ )	Porcentaje mínimo histórico: 0,74%	Promedio ponderado histórico: 1,82%	Porcentaje máximo histórico: 2,77%
SINIESTRALIDAD POR ESCENARIO	1,20%	2,63%	4,40%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

### Cálculo del Índice de Siniestralidad Ponderado

A cada uno de los Índices de Siniestralidad obtenidos para cada escenario se le pondera por la probabilidad histórica de ocurrencia de cartera en mora de más de 90 días, de tal forma que se obtengan los siguientes resultados:

Al escenario Optimista se lo multiplica por la probabilidad de la categoría compuesta por los registros de menor morosidad histórica (entre 0.00% y 1.22%) equivalente al 27.3%. Al escenario Moderado se lo multiplica por la probabilidad de la categoría compuesta por los registros medios de morosidad histórica (entre 1.22% y 1.82%)

3 Porcentajes mayores a 0,00% y menores a 1,22%

4 Media ponderada cartera en mora más de 90 días con porcentajes entre 1,22% y 1,82%.

5 Porcentajes mayores a 1,82%

equivalente al 11.4%. Al escenario Pesimista se lo multiplica por la probabilidad de la categoría compuesta por los registros de mayor morosidad histórica (1.82% en adelante) equivalente al 61.4%.

A continuación, se presenta el cálculo del Índice de Siniestralidad Ponderado de conformidad a las consideraciones expuestas:

CUADRO 17: ÍNDICE DE SINIESTRALIDAD PONDERADO (Al 31 de agosto de 2018)

ESCENARIO S	CARTERA EN MORA + 90 DÍAS (a)	CARTERA CASTIGADA (b)	SINIESTRALIDAD D (a) + (b) = (c)	PROBABILIDAD (d)	PONDERACIÓN (c) * (d) = (e)
OPTIMISTA	0,74%	0,46%	1,20%	27,27%	0,33%
MODERADO	1,82%	0,81%	2,63%	11,36%	0,30%
PESIMISTA	2,77%	1,64%	4,40%	61,36%	2,70%
<b>ÍNDICE DE SINIESTRALIDAD PONDERADO <math>\Sigma</math> (e)</b>					<b>3,33%</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Como se puede apreciar, en base a la información proporcionada por el ORIGINADOR, el Índice de Siniestralidad resultante para la presente titularización es de **3,33%** (Corresponde al Índice de Siniestralidad Ponderado redondeado a dos decimales).

Es importante mencionar que la metodología interna que maneja el Originador, considera otras ponderaciones más ajustadas a la realidad del negocio, con lo cual el índice de siniestralidad interno es menor al aquí presentado.

No obstante, con la finalidad de guardar consistencia en cuanto al establecimiento de parámetros conservadores en la elaboración del informe de estructuración financiera, se limitará a utilizar el indicador presentado.

### Análisis de Escenarios

La estimación de los flujos futuros que generaría la cartera titularizada se efectuó a partir de la selección de un total de 211 créditos por un monto de USD 4,28 millones, existentes a 31 de agosto de 2018. El flujo teórico hace referencia a los ingresos que va a obtener el Fideicomiso como resultado del cobro de la cartera titularizada, la misma que incluye capital e intereses y que forma parte del Patrimonio Autónomo de la Titularización. El flujo teórico viene dado, en un principio, por las recuperaciones mensuales de la cartera inicialmente aportada al Fideicomiso, que cubre el 100% del saldo de capital por pagar derivados del presente proceso de Titularización.

Adicional a la recuperación de la cartera inicial aportada al Fideicomiso, es necesario evaluar el impacto de las nuevas transferencias o canjes de cartera en la estructura de ingresos del Fideicomiso. En tal sentido, a continuación, se presentan los supuestos utilizados en la construcción de los flujos que contienen los nuevos aportes de cartera: i) Cuando no se esté cumpliendo con la relación de cobertura que debe existir entre el saldo de capital de la cartera de propiedad del Fideicomiso (Cartera Titularizada más Cartera Sobrecolateral) más los flujos generados por la cobranza de la cartera y el saldo de capital e intereses de los valores en circulación, ii) Los nuevos aportes de cartera al Fideicomiso se amortizan según el plazo promedio de la cartera histórica, esto es, 52 meses; y iii) La tasa de interés a la cual se amortizan los nuevos aportes de cartera es del 15,76% anual, que equivale al promedio resultante del análisis histórico de la cartera.

La Fiduciaria deberá comprobar que con el canje de flujos y cartera no disminuya la relación mensual de cobertura del 105% que debe existir entre el saldo de capital de la cartera, más los flujos generados por la cobranza de la cartera y el saldo de capital e intereses de los valores en circulación. Es preciso mencionar que tanto las transferencias, sustituciones o canje de cartera pueden realizarse en cualquier momento durante el proceso.

A partir del flujo teórico entrante, el Estructurador Financiero procedió a calcular la siniestralidad en cada uno de los periodos proyectados aplicando el índice correspondiente a cada uno de los escenarios, obteniendo como resultado el flujo esperado optimista, moderado y pesimista y sus respectivos niveles de cobertura sobre las provisiones para el pago de los cupones de capital e interés de la titularización.

El valor del siniestro (cartera con más de 90 días de mora) como de la pre cancelación, sale del Fideicomiso y es canjeado por nueva cartera que cubra al menos el mismo monto de la cartera siniestrada. Paralelamente, se deberá transferir al Fideicomiso nueva cartera que cubra la relación de cobertura que debe existir entre el saldo de capital de la cartera más los flujos generados por la cobranza de la cartera y el saldo de capital e intereses de los valores en circulación.

CUADRO 18: ESCENARIO TEORICO

TEORICO	3.33%														
Mes	Saldo inicial de cartera	Amort. Capital	Interés	Flujo Teórico	Siniestralidad	Pre cancelación	Flujo esperado	Amortización esperado	Interés esperado	Saldo final de Cartera (Capital)	Cartera a Sustituir (+) Cartera a Restituir (-)	Cartera a reponer		Provisión (k+i)	
												Por Siniestralidad	Por pre cancelación		
0	4.080.360	56.299	54.609	110.908				56.299	54.609	4.024.061	56.299				
1	4.080.360	57.060	53.864	110.924	3.694	778	107.230	55.160	52.070	4.025.199	144.290	1.900	778	119.091	
2	4.000.000	59.818	55.006	114.824	3.824	805	111.000	57.826	53.174	3.942.174	61.265	1.992	805	119.091	
3	4.000.000	61.459	55.000	116.459	3.878	817	112.581	59.412	53.169	3.940.588	29.906	2.047	817	89.318	
4	3.750.000	62.670	54.618	117.288	3.906	822	113.382	60.583	52.799	3.689.417	56.746	2.087	822	117.330	
5	3.750.000	64.344	54.478	118.821	3.957	833	114.865	62.201	52.664	3.687.799	55.129	2.143	833	117.330	
6	3.750.000	65.969	54.342	120.311	4.006	844	116.305	63.773	52.532	3.686.227	24.225	2.197	844	87.997	
7	3.500.000	66.895	53.779	120.674	4.018	846	116.656	64.668	51.988	3.435.332	50.900	2.228	846	115.568	
8	3.500.000	68.418	53.923	122.342	4.074	858	118.268	66.140	52.128	3.433.860	49.428	2.278	858	115.568	
9	3.500.000	70.398	53.280	123.677	4.118	867	119.559	68.053	51.506	3.431.947	18.623	2.344	867	86.676	
10	3.250.000	71.597	52.584	124.181	4.135	871	120.046	69.212	50.833	3.180.788	44.594	2.384	871	113.807	
11	3.250.000	73.172	52.214	125.386	4.175	879	121.211	70.736	50.475	3.179.264	43.071	2.437	879	113.807	
12	3.250.000	74.748	51.870	126.550	4.214	887	122.336	72.259	50.077	3.177.741	13.097	2.489	887	85.355	
13	3.000.000	75.013	50.370	125.382	4.175	879	121.207	72.515	48.692	2.927.485	39.530	2.498	879	112.045	
14	3.000.000	74.219	48.332	122.551	4.081	859	118.470	71.748	46.722	2.928.252	40.298	2.472	859	112.045	
15	3.000.000	74.775	47.209	121.985	4.062	855	117.922	72.285	45.637	2.927.715	11.749	2.490	855	84.034	
16	2.750.000	75.452	46.042	121.494	4.046	852	117.448	72.939	44.509	2.677.061	37.345	2.513	852	110.284	
17	2.750.000	76.057	44.913	120.969	4.028	848	116.941	73.524	43.417	2.676.476	36.760	2.533	848	110.284	
18	2.750.000	76.688	43.785	120.473	4.012	845	116.461	74.134	42.327	2.675.866	8.579	2.554	845	82.713	
19	2.500.000	77.438	42.612	120.050	3.998	842	116.053	74.860	41.193	2.425.140	33.663	2.579	842	108.523	
20	2.500.000	78.114	41.471	119.584	3.982	839	115.602	75.513	40.090	2.424.487	33.010	2.601	839	108.523	
21	2.500.000	78.813	40.327	119.141	3.967	835	115.173	76.189	38.984	2.423.811	5.203	2.624	835	81.392	
22	2.250.000	79.637	39.141	118.778	3.955	833	114.823	76.985	37.838	2.173.015	29.777	2.652	833	106.761	
23	2.250.000	80.390	37.987	118.378	3.942	830	114.436	77.713	36.722	2.172.287	29.048	2.677	830	106.761	
24	2.250.000	81.169	36.830	117.999	3.929	827	114.069	78.466	35.604	2.171.534	1.605	2.703	827	80.071	
25	2.000.000	80.470	34.511	114.981	3.829	806	111.152	77.791	33.361	1.922.209	27.209	2.680	806	105.000	
26	2.000.000	80.914	32.948	113.861	3.792	798	110.070	78.219	31.851	1.921.781	26.781	2.694	798	105.000	
27	2.000.000	80.295	30.611	110.905	3.693	778	107.212	77.621	29.591	1.922.379	1.129	2.674	778	78.750	
28	1.750.000	81.361	29.531	110.892	3.693	778	107.200	78.652	28.548	1.671.348	24.587	2.709	778	103.239	
29	1.750.000	82.399	28.423	110.821	3.690	777	107.131	79.655	27.476	1.670.345	23.584	2.744	777	103.239	
30	1.750.000	83.442	27.293	110.735	3.687	776	107.048	80.663	26.384	1.669.337	(3.234)	2.779	776	77.429	
31	1.500.000	84.542	26.162	110.705	3.686	776	107.018	81.727	25.291	1.418.273	19.750	2.815	776	101.477	
32	1.500.000	85.593	24.981	110.574	3.682	775	106.892	82.742	24.149	1.417.258	18.735	2.850	775	101.477	
33	1.500.000	86.658	23.785	110.443	3.678	774	106.765	83.772	22.993	1.416.228	(7.664)	2.886	774	76.108	
34	1.250.000	87.817	22.626	110.443	3.678	774	106.765	84.893	21.872	1.165.107	14.823	2.924	774	99.716	
35	1.250.000	88.913	21.397	110.310	3.673	774	106.636	85.952	20.684	1.164.048	13.764	2.961	774	99.716	
36	1.250.000	90.023	20.152	110.175	3.669	773	106.506	87.026	19.481	1.162.974	(12.239)	2.998	773	74.787	
37	1.000.000	91.228	18.947	110.175	3.669	773	106.506	88.190	18.316	911.810	9.764	3.038	773	97.955	
38	1.000.000	92.370	17.668	110.039	3.664	772	106.374	89.294	17.080	910.706	8.660	3.076	772	97.955	
39	1.000.000	93.528	16.373	109.901	3.660	771	106.241	90.413	15.827	909.587	(16.948)	3.114	771	73.466	
40	750.000	94.778	15.123	109.901	3.660	771	106.241	91.622	14.619	658.378	4.571	3.156	771	96.193	
41	750.000	96.106	13.918	110.024	3.664	772	106.360	92.906	13.454	657.094	3.287	3.200	772	96.193	
42	750.000	97.295	12.554	109.849	3.658	770	106.191	94.055	12.136	655.945	(21.910)	3.240	770	72.145	
43	500.000	98.474	11.141	109.615	3.650	769	105.965	95.194	10.770	404.806	(763)	3.279	769	94.432	
44	500.000	99.790	9.825	109.615	3.650	769	105.965	96.467	9.498	403.533	(2.035)	3.323	769	94.432	
45	500.000	101.124	8.491	109.615	3.650	769	105.965	97.757	8.208	402.243	(26.933)	3.367	769	70.824	
46	250.000	102.430	7.096	109.526	3.647	768	105.879	99.019	6.860	150.981	(6.349)	3.411	768	92.670	
47	250.000	103.800	5.726	109.526	3.647	768	105.879	100.344	5.535	149.656	(7.673)	3.457	768	92.670	
48	250.000	105.189	4.338	109.526	3.647	768	105.879	101.686	4.193	148.314	(32.183)	3.503	768	69.503	

Fuente y Elaboración: Estructuración Financiera

CUADRO 19: ESCENARIO MODERADO

MODERADO		2,63%												
Mes	Saldo inicial de cartera	Amort. Capital	Interés	Flujo Teórico	Siniestralidad	Pre cancelación	Flujo esperado	Amortización esperado	Interés esperado	Saldo final de Cartera (Capital)	Cartera a Sustituir (+) Cartera a Restituir (-)	Cartera a reponer		Provisión (k+i)
												Por Siniestralidad	Por pre cancelación	
0	4.080.360	56.299	54.609	110.908				56.299	54.609	4.024.061	56.299			
1	4.080.360	57.060	53.864	110.924	2.918	778	108.007	55.560	52.447	4.024.800	143.891	1.501	778	119.091
2	4.000.000	59.818	55.006	114.824	3.020	805	111.804	58.245	53.559	3.941.755	60.846	1.573	805	119.091
3	4.000.000	61.459	55.000	116.459	3.063	817	113.396	59.842	53.553	3.940.158	29.476	1.617	817	89.318
4	3.750.000	62.670	54.618	117.288	3.085	822	114.203	61.022	53.181	3.688.978	56.308	1.648	822	117.330
5	3.750.000	64.344	54.478	118.821	3.125	833	115.696	62.651	53.045	3.687.349	54.678	1.692	833	117.330
6	3.750.000	65.969	54.342	120.311	3.164	844	117.147	64.234	52.913	3.685.766	23.763	1.735	844	87.997
7	3.500.000	66.895	53.779	120.674	3.174	846	117.500	65.136	52.364	3.434.864	50.432	1.760	846	115.568
8	3.500.000	68.418	53.923	122.342	3.218	858	119.124	66.619	52.505	3.433.381	48.950	1.800	858	115.568
9	3.500.000	70.398	53.280	123.677	3.253	867	120.424	68.546	51.878	3.431.454	18.130	1.852	867	86.676
10	3.250.000	71.597	52.584	124.181	3.266	871	120.915	69.713	51.201	3.180.287	44.093	1.883	871	113.807
11	3.250.000	73.172	52.214	125.386	3.298	879	122.088	71.248	50.840	3.178.752	42.559	1.925	879	113.807
12	3.250.000	74.748	51.802	126.550	3.329	887	123.221	72.782	50.440	3.177.218	12.573	1.966	887	85.355
13	3.000.000	75.013	50.370	125.382	3.298	879	122.085	73.040	49.045	2.926.960	39.006	1.973	879	112.045
14	3.000.000	74.219	48.332	122.551	3.223	859	119.328	72.267	47.061	2.927.733	39.778	1.952	859	112.045
15	3.000.000	74.775	47.209	121.985	3.208	855	118.776	72.809	45.967	2.927.191	11.226	1.967	855	84.034
16	2.750.000	75.452	46.042	121.494	3.196	852	118.298	73.467	44.831	2.676.533	36.817	1.985	852	110.284
17	2.750.000	76.057	44.913	120.969	3.182	848	117.788	74.056	43.732	2.675.944	36.228	2.000	848	110.284
18	2.750.000	76.688	43.785	120.473	3.169	845	117.304	74.671	42.634	2.675.329	8.042	2.017	845	82.713
19	2.500.000	77.438	42.612	120.050	3.158	842	116.893	75.401	41.491	2.424.599	33.121	2.037	842	108.523
20	2.500.000	78.114	41.471	119.584	3.145	839	116.439	76.059	40.380	2.423.941	32.463	2.055	839	108.523
21	2.500.000	78.813	40.327	119.141	3.134	835	116.007	76.740	39.267	2.423.260	4.652	2.073	835	81.392
22	2.250.000	79.637	39.141	118.778	3.124	833	115.654	77.542	38.112	2.172.458	29.219	2.095	833	106.761
23	2.250.000	80.390	37.987	118.378	3.114	830	115.264	78.276	36.988	2.171.724	28.486	2.114	830	106.761
24	2.250.000	81.169	36.830	117.999	3.104	827	114.895	79.034	35.861	2.170.966	1.037	2.135	827	80.071
25	2.000.000	80.470	34.511	114.981	3.024	806	111.957	78.354	33.603	1.921.646	26.646	2.117	806	105.000
26	2.000.000	80.914	32.948	113.861	2.995	798	110.867	78.785	32.081	1.921.215	26.215	2.128	798	105.000
27	2.000.000	80.295	30.611	110.905	2.917	778	107.988	78.183	29.806	1.921.817	567	2.112	778	78.750
28	1.750.000	81.361	29.531	110.892	2.917	778	107.976	79.221	28.754	1.670.779	24.017	2.140	778	103.239
29	1.750.000	82.399	28.423	110.821	2.915	777	107.907	80.231	27.675	1.669.769	23.007	2.167	777	103.239
30	1.750.000	83.442	27.293	110.735	2.913	776	107.822	81.247	26.575	1.668.753	(3.818)	2.195	776	77.429
31	1.500.000	84.542	26.162	110.705	2.912	776	107.793	82.318	25.474	1.417.682	19.159	2.224	776	101.477
32	1.500.000	85.593	24.981	110.574	2.908	775	107.665	83.341	24.324	1.416.659	18.136	2.251	775	101.477
33	1.500.000	86.658	23.785	110.443	2.905	774	107.538	84.378	23.160	1.415.622	(8.270)	2.279	774	76.108
34	1.250.000	87.817	22.626	110.443	2.905	774	107.538	85.507	22.031	1.164.493	14.209	2.310	774	99.716
35	1.250.000	88.913	21.397	110.310	2.901	774	107.408	86.574	20.834	1.163.426	13.142	2.339	774	99.716
36	1.250.000	90.023	20.152	110.175	2.898	773	107.277	87.655	19.622	1.162.345	(12.869)	2.368	773	74.787
37	1.000.000	91.228	18.947	110.175	2.898	773	107.277	88.828	18.449	911.172	9.126	2.400	773	97.955
38	1.000.000	92.370	17.668	110.039	2.894	772	107.144	89.941	17.204	910.059	8.014	2.430	772	97.955
39	1.000.000	93.528	16.373	109.901	2.891	771	107.010	91.068	15.942	908.932	(17.602)	2.460	771	73.466
40	750.000	94.778	15.123	109.901	2.891	771	107.010	92.285	14.725	657.715	3.908	2.493	771	96.193
41	750.000	96.106	13.918	110.024	2.894	772	107.130	93.579	13.552	656.421	2.615	2.528	772	96.193
42	750.000	97.295	12.554	109.849	2.889	770	106.960	94.736	12.224	655.264	(22.591)	2.559	770	72.145
43	500.000	98.474	11.141	109.615	2.883	769	106.732	95.883	10.848	404.117	(1.452)	2.590	769	94.432
44	500.000	99.790	9.825	109.615	2.883	769	106.732	97.165	9.567	402.835	(2.733)	2.625	769	94.432
45	500.000	101.124	8.491	109.615	2.883	769	106.732	98.464	8.268	401.536	(27.640)	2.660	769	70.824
46	250.000	102.430	7.096	109.526	2.881	768	106.645	99.736	6.909	150.264	(7.066)	2.694	768	92.670
47	250.000	103.800	5.726	109.526	2.881	768	106.645	101.070	5.575	148.930	(8.400)	2.730	768	92.670
48	250.000	105.189	4.338	109.526	2.881	768	106.645	102.422	4.223	147.578	(32.919)	2.767	768	69.503

Fuente y Elaboración: Estructuración Financiera

CUADRO 20: ESCENARIO PESIMISTA

PESIMISTA		4,40%												
Mes	Saldo inicial de cartera	Amort. Capital	Interés	Flujo Teórico	Siniestralidad	Pre cancelación	Flujo esperado	Amortización esperado	Interés esperado	Saldo final de Cartera (Capital)	Cartera a Sustituir (+) Cartera a Restituir (-)	Cartera a reponer		Provisión (k+i)
												Por Siniestralidad	Por pre cancelación	
0	4.080.360	56.299	54.609	110.908				56.299	54.609	4.024.061	56.299			
1	4.080.360	57.060	53.864	110.924	4.884	778	106.040	54.548	51.492	4.025.812	144.902	2.512	778	119.091
2	4.000.000	59.818	55.006	114.824	5.056	805	109.768	57.184	52.584	3.942.816	61.907	2.634	805	119.091
3	4.000.000	61.459	55.000	116.459	5.128	817	111.331	58.753	52.578	3.941.247	30.565	2.706	817	89.318

4	3.750.000	62.670	54.618	117.288	5.164	822	112.124	59.911	52.213	3.690.089	57.419	2.759	822	117.330
5	3.750.000	64.344	54.478	118.821	5.232	833	113.590	61.511	52.079	3.688.489	55.819	2.833	833	117.330
6	3.750.000	65.969	54.342	120.311	5.297	844	115.014	63.065	51.949	3.686.935	24.932	2.905	844	87.997
7	3.500.000	66.895	53.779	120.674	5.313	846	115.361	63.950	51.411	3.436.050	51.618	2.945	846	115.568
8	3.500.000	68.418	53.923	122.342	5.387	858	116.955	65.406	51.549	3.434.594	50.162	3.012	858	115.568
9	3.500.000	70.398	53.280	123.677	5.445	867	118.232	67.298	50.934	3.432.702	19.378	3.100	867	86.676
10	3.250.000	71.597	52.584	124.181	5.468	871	118.713	68.444	50.269	3.181.556	45.363	3.152	871	113.807
11	3.250.000	73.172	52.214	125.386	5.521	879	119.865	69.951	49.915	3.180.049	43.856	3.222	879	113.807
12	3.250.000	74.748	51.802	126.550	5.572	887	120.978	71.457	49.522	3.178.543	13.898	3.291	887	85.355
13	3.000.000	75.013	50.370	125.382	5.520	879	119.862	71.710	48.152	2.928.290	40.335	3.303	879	112.045
14	3.000.000	74.219	48.332	122.551	5.396	859	117.155	70.952	46.204	2.929.048	41.094	3.268	859	112.045
15	3.000.000	74.775	47.209	121.985	5.371	855	116.614	71.483	45.131	2.928.517	12.551	3.292	855	84.034
16	2.750.000	75.452	46.042	121.494	5.349	852	116.145	72.130	44.015	2.677.870	38.154	3.322	852	110.284
17	2.750.000	76.057	44.913	120.969	5.326	848	115.643	72.708	42.935	2.677.292	37.576	3.349	848	110.284
18	2.750.000	76.688	43.785	120.473	5.304	845	115.169	73.311	41.857	2.676.689	9.402	3.376	845	82.713
19	2.500.000	77.438	42.612	120.050	5.286	842	114.765	74.029	40.736	2.425.971	34.494	3.410	842	108.523
20	2.500.000	78.114	41.471	119.584	5.265	839	114.319	74.675	39.645	2.425.325	33.848	3.439	839	108.523
21	2.500.000	78.813	40.327	119.141	5.246	835	113.895	75.343	38.552	2.424.657	6.049	3.470	835	81.392
22	2.250.000	79.637	39.141	118.778	5.230	833	113.548	76.130	37.418	2.173.870	30.631	3.506	833	106.761
23	2.250.000	80.390	37.987	118.378	5.212	830	113.165	76.851	36.315	2.173.149	29.911	3.539	830	106.761
24	2.250.000	81.169	36.830	117.999	5.195	827	112.803	77.595	35.208	2.172.405	2.476	3.574	827	80.071
25	2.000.000	80.470	34.511	114.981	5.062	806	109.919	76.927	32.991	1.923.073	28.073	3.543	806	105.000
26	2.000.000	80.914	32.948	113.861	5.013	798	108.848	77.351	31.497	1.922.649	27.649	3.563	798	105.000
27	2.000.000	80.295	30.611	110.905	4.883	778	106.022	76.759	29.263	1.923.241	1.991	3.535	778	78.750
28	1.750.000	81.361	29.531	110.892	4.882	778	106.010	77.779	28.231	1.672.221	25.459	3.582	778	103.239
29	1.750.000	82.399	28.423	110.821	4.879	777	105.942	78.771	27.171	1.671.229	24.468	3.628	777	103.239
30	1.750.000	83.442	27.293	110.735	4.876	776	105.860	79.768	26.091	1.670.232	(2.339)	3.674	776	77.429
31	1.500.000	84.542	26.162	110.705	4.874	776	105.830	80.820	25.010	1.419.180	20.657	3.722	776	101.477
32	1.500.000	85.593	24.981	110.574	4.868	775	105.705	81.824	23.881	1.418.176	19.653	3.769	775	101.477
33	1.500.000	86.658	23.785	110.443	4.863	774	105.580	82.842	22.738	1.417.158	(6.734)	3.815	774	76.108
34	1.250.000	87.817	22.626	110.443	4.863	774	105.580	83.951	21.629	1.166.049	15.765	3.866	774	99.716
35	1.250.000	88.913	21.397	110.310	4.857	774	105.453	84.998	20.455	1.165.002	14.718	3.915	774	99.716
36	1.250.000	90.023	20.152	110.175	4.851	773	105.324	86.060	19.265	1.163.940	(11.273)	3.964	773	74.787
37	1.000.000	91.228	18.947	110.175	4.851	773	105.324	87.211	18.113	912.789	10.743	4.017	773	97.955
38	1.000.000	92.370	17.668	110.039	4.845	772	105.194	88.303	16.890	911.697	9.651	4.067	772	97.955
39	1.000.000	93.528	16.373	109.901	4.839	771	105.062	89.410	15.652	910.590	(15.944)	4.118	771	73.466
40	750.000	94.778	15.123	109.901	4.839	771	105.062	90.605	14.457	659.395	5.588	4.173	771	96.193
41	750.000	96.106	13.918	110.024	4.844	772	105.180	91.875	13.305	658.125	4.318	4.231	772	96.193
42	750.000	97.295	12.554	109.849	4.837	770	105.013	93.011	12.002	656.989	(20.866)	4.284	770	72.145
43	500.000	98.474	11.141	109.615	4.826	769	104.789	94.138	10.651	405.862	294	4.336	769	94.432
44	500.000	99.790	9.825	109.615	4.826	769	104.789	95.396	9.392	404.604	(965)	4.394	769	94.432
45	500.000	101.124	8.491	109.615	4.826	769	104.789	96.672	8.117	403.328	(25.848)	4.452	769	70.824
46	250.000	102.430	7.096	109.526	4.822	768	104.704	97.920	6.783	152.080	(5.250)	4.510	768	92.670
47	250.000	103.800	5.726	109.526	4.822	768	104.704	99.230	5.474	150.770	(6.560)	4.570	768	92.670
48	250.000	105.189	4.338	109.526	4.822	768	104.704	100.557	4.147	149.443	(31.055)	4.631	768	69.503

Fuente y Elaboración: Estructuración Financiera

**CUADRO 21: ESCENARIO OPTIMISTA**

Mes	Saldo inicial de cartera	Amort. Capital	Interés	Flujo Teórico	Siniestralidad	Pre cancelación	Flujo esperado	Amortización esperada	Interés esperado	Saldo final de Cartera (Capital)	Cartera a Sustituir (+) Cartera a Restituir (-)	Cartera a reponer		Provisión (k+i)
												Por Siniestralidad	Por pre cancelación	
0	4.080.360	56.299	54.609	110.908				56.299	54.609	4.024.061	56.299			
1	4.080.360	57.060	53.864	110.924	1.336	778	109.588	56.373	53.215	4.023.987	143.078	688	778	119.091
2	4.000.000	59.818	55.006	114.824	1.383	805	113.440	59.097	54.343	3.940.903	59.994	721	805	119.091
3	4.000.000	61.459	55.000	116.459	1.403	817	115.056	60.718	54.337	3.939.282	28.600	741	817	89.318
4	3.750.000	62.670	54.618	117.288	1.413	822	115.875	61.915	53.959	3.688.085	55.414	755	822	117.330
5	3.750.000	64.344	54.478	118.821	1.432	833	117.390	63.568	53.821	3.686.432	53.761	775	833	117.330
6	3.750.000	65.969	54.342	120.311	1.450	844	118.862	65.174	53.687	3.684.826	22.823	795	844	87.997
7	3.500.000	66.895	53.779	120.674	1.454	846	119.220	66.089	53.131	3.433.911	49.479	806	846	115.568
8	3.500.000	68.418	53.923	122.342	1.474	858	120.868	67.594	53.274	3.432.406	47.974	824	858	115.568
9	3.500.000	70.398	53.280	123.677	1.490	867	122.187	69.549	52.638	3.430.451	17.127	848	867	86.676
10	3.250.000	71.597	52.584	124.181	1.496	871	122.685	70.734	51.951	3.179.266	43.073	863	871	113.807
11	3.250.000	73.172	52.214	125.386	1.511	879	123.875	72.291	51.585	3.177.709	41.516	882	879	113.807
12	3.250.000	74.748	51.802	126.550	1.525	887	125.025	73.847	51.178	3.176.153	11.508	901	887	85.355
13	3.000.000	75.013	50.370	125.382	1.511	879	123.872	74.109	49.763	2.925.891	37.936	904	879	112.045

14	3.000.000	74.219	48.332	122.551	1.477	859	121.075	73.325	47.749	2.926.675	38.720	894	859	112.045
15	3.000.000	74.775	47.209	121.985	1.470	855	120.515	73.874	46.640	2.926.126	10.160	901	855	84.034
16	2.750.000	75.452	46.042	121.494	1.464	852	120.030	74.543	45.487	2.675.457	35.742	909	852	110.284
17	2.750.000	76.057	44.913	120.969	1.458	848	119.512	75.140	44.372	2.674.860	35.144	916	848	110.284
18	2.750.000	76.688	43.785	120.473	1.452	845	119.022	75.764	43.258	2.674.236	6.949	924	845	82.713
19	2.500.000	77.438	42.612	120.050	1.446	842	118.604	76.505	42.099	2.423.495	32.017	933	842	108.523
20	2.500.000	78.114	41.471	119.584	1.441	839	118.144	77.173	40.971	2.422.827	31.350	941	839	108.523
21	2.500.000	78.813	40.327	119.141	1.435	835	117.705	77.864	39.841	2.422.136	3.528	950	835	81.392
22	2.250.000	79.637	39.141	118.778	1.431	833	117.347	78.677	38.670	2.171.323	28.084	960	833	106.761
23	2.250.000	80.390	37.987	118.378	1.426	830	116.951	79.422	37.530	2.170.578	27.340	969	830	106.761
24	2.250.000	81.169	36.830	117.999	1.422	827	116.577	80.191	36.386	2.169.809	(120)	978	827	80.071
25	2.000.000	80.470	34.511	114.981	1.385	806	113.596	79.501	34.095	1.920.499	25.499	970	806	105.000
26	2.000.000	80.914	32.948	113.861	1.372	798	112.489	79.939	32.551	1.920.061	25.061	975	798	105.000
27	2.000.000	80.295	30.611	110.905	1.336	778	109.569	79.327	30.242	1.920.673	(577)	967	778	78.750
28	1.750.000	81.361	29.531	110.892	1.336	778	109.556	80.381	29.175	1.669.619	22.858	980	778	103.239
29	1.750.000	82.399	28.423	110.821	1.335	777	109.486	81.406	28.080	1.668.594	21.833	993	777	103.239
30	1.750.000	83.442	27.293	110.735	1.334	776	109.401	82.437	26.964	1.667.563	(5.008)	1.005	776	77.429
31	1.500.000	84.542	26.162	110.705	1.334	776	109.371	83.524	25.847	1.416.476	17.954	1.019	776	101.477
32	1.500.000	85.593	24.981	110.574	1.332	775	109.242	84.561	24.680	1.415.439	16.916	1.031	775	101.477
33	1.500.000	86.658	23.785	110.443	1.331	774	109.112	85.613	23.499	1.414.387	(9.505)	1.044	774	76.108
34	1.250.000	87.817	22.626	110.443	1.331	774	109.112	86.759	22.353	1.163.241	12.957	1.058	774	99.716
35	1.250.000	88.913	21.397	110.310	1.329	774	108.981	87.842	21.139	1.162.158	11.874	1.071	774	99.716
36	1.250.000	90.023	20.152	110.175	1.327	773	108.848	88.939	19.909	1.161.061	(14.152)	1.085	773	74.787
37	1.000.000	91.228	18.947	110.175	1.327	773	108.848	90.129	18.719	909.871	7.826	1.099	773	97.955
38	1.000.000	92.370	17.668	110.039	1.326	772	108.713	91.257	17.455	908.743	6.697	1.113	772	97.955
39	1.000.000	93.528	16.373	109.901	1.324	771	108.576	92.401	16.175	907.599	(18.935)	1.127	771	73.466
40	750.000	94.778	15.123	109.901	1.324	771	108.576	93.636	14.940	656.364	2.557	1.142	771	96.193
41	750.000	96.106	13.918	110.024	1.326	772	108.699	94.949	13.750	655.051	1.245	1.158	772	96.193
42	750.000	97.295	12.554	109.849	1.324	770	108.526	96.123	12.403	653.877	(23.978)	1.172	770	72.145
43	500.000	98.474	11.141	109.615	1.321	769	108.294	97.287	11.007	402.713	(2.855)	1.186	769	94.432
44	500.000	99.790	9.825	109.615	1.321	769	108.294	98.588	9.707	401.412	(4.156)	1.202	769	94.432
45	500.000	101.124	8.491	109.615	1.321	769	108.294	99.906	8.389	400.094	(29.082)	1.218	769	70.824
46	250.000	102.430	7.096	109.526	1.320	768	108.207	101.196	7.010	148.804	(8.526)	1.234	768	92.670
47	250.000	103.800	5.726	109.526	1.320	768	108.207	102.550	5.657	147.450	(9.879)	1.251	768	92.670
48	250.000	105.189	4.338	109.526	1.320	768	108.207	103.921	4.285	146.079	(34.418)	1.267	768	69.503

Fuente y Elaboración: Estructuración Financiera

Luego del análisis y estudio realizado a la capacidad de la cartera para generar flujos, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. señala que la cartera tiene una adecuada aptitud para general flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado, por lo tanto, la cartera brindaría flujos suficientes para cubrir en forma adecuada con todos los pagos que deba afrontar el fideicomiso, tanto para amortizar la deuda de capital e intereses, realizar provisiones para pagos, así como con el resto de obligaciones, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de fideicomiso y en las proyecciones que constan en la estructura financiera de la presente emisión. Por lo tanto CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en el literal a, numeral 3 del Artículo 19, del Sección II, Capítulo II, Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.

### Monto Máximo de la Emisión:

La cartera inicial del Fideicomiso Mercantil "Primera Titularización de Cartera Automotriz ORIGINARSA", ascendió a la suma de USD 4,28 millones de capital, cuya fecha de corte es 31 de agosto de 2018, lo que determinó que dicho monto es superior a los USD 4,00 que el Originador estima emitir.

CUADRO 22: SALDO DE CAPITAL DE CARTERA VS. CAPITAL A TITULARIZAR

Saldo de Capital de Cartera Transferida (USD)	Saldo Capital Cartera Titularizada (USD)	Saldo Capital Cartera Sobrecolateral (USD)	Total Saldo Capital Cartera Inicial (USD)	Saldo Capital Emisión (USD)	Saldo de capital cartera trasferida/Saldo Capital Emisión (%)	Saldo de capital cartera trasferida/Saldo Capital Cartera Titularizada (%)
4.284.228,00	4.080.360,00	203.868,00	4.284.228,00	4.000.000,00	107,11%	105,00%

Fuente: Informe de Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Luego del análisis y estudio de los valores emitidos frente al monto máximo que podría emitirse, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. señala que el monto a emitirse por medio de la titularización de cartera está dando cumplimiento a lo establecido en el Artículo 5, numeral 4, literal b, Sección I, Capítulo V, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

## Estudios sobre el Patrimonio y la estructura

Las titularizaciones son procesos mediante los cuales se emiten títulos valores susceptibles de ser negociados y colocados en el mercado de valores, con cargo a un patrimonio autónomo, que deberá pagar las obligaciones financieras a los inversionistas en las condiciones acordadas. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener un instrumento, ni una garantía de pago, ni estabilidad en su precio, sino una evaluación de su riesgo involucrado.

El proceso de análisis requiere verificar aspectos cualitativos y cuantitativos de si el emisor y el originador presentan información representativa y válida, sin que esto signifique que se realice un proceso adicional de auditoría a la misma, ni que la calificadora se responsabilice sobre la veracidad de ella. Se trata de determinar, a juicio de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. si los estados financieros, la cartera transferida y otros antecedentes complementarios, son suficientes para inferir razonablemente la situación financiera del patrimonio fideicometido y, evaluar el riesgo asociado a los títulos de oferta pública emitidos a raíz del proceso de titularización. Todos estos aspectos han sido estudiados en la titularización de la cartera de ORIGINARSA S.A., los mismos que tienen una fortaleza importante, así como una interesante proyección de recuperación de flujos y cobertura de los pagos.

Para la calificación de los valores producto de un proceso de titularización, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. considera necesario evaluar una serie de factores que incluyen: la calidad del activo subyacente, la seguridad de los flujos de caja esperados, los mecanismos de cobertura, así como la experiencia y calidad del originador y del administrador fiduciario, además de la estructura legal del fideicomiso. Estos aspectos han sido analizados en la titularización de cartera de ORIGINARSA S.A., los mismos que guardan razonablemente consistencia, debiendo destacarse la adecuada estructura del administrador fiduciario para manejar estos procesos.

En base a estos temas CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. busca establecer la probabilidad de que los inversionistas reciban a tiempo el pago de capital e intereses según lo establecido en el contrato de fideicomiso, así como la cobertura de los Mecanismos de Garantía establecidos. De esta forma, se determina que la titularización de cartera está en capacidad de generar los flujos adecuados para cubrir con el pago a los inversionistas, además, los Mecanismos de Garantía son aceptables para darle liquidez a la titularización, en caso de requerir, la misma que cubre hasta determinado monto de pagos. El contrato de fideicomiso resguarda el uso y manejo adecuado de los recursos, y le da seguridad legal a la titularización, mientras que la constitución de un Comité de Vigilancia aporta al seguimiento del desempeño operativo y financiero del fideicomiso.

## Riesgo de la Economía Sector Real

De acuerdo con la actualización de las estimaciones de corto plazo realizadas por la ONU, se elevó a 3,2% el crecimiento mundial de la economía para 2018 y 2019, lo cual se sustentaría en la aceleración salarial, mejores condiciones de inversión y el efecto a corto plazo de un paquete de estímulo fiscal en los Estados Unidos. Sin embargo, en paralelo con la mejora del crecimiento mundial persiste un aumento en los riesgos para las perspectivas económicas, incluido un aumento en la probabilidad de conflictos comerciales entre las principales economías, mayor incertidumbre sobre el ritmo de ajuste de la política monetaria, altos y crecientes niveles de deuda y mayores tensiones geopolíticas<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> [https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP\\_2018\\_Mid-year\\_Update.pdf](https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP_2018_Mid-year_Update.pdf)

Todavía persiste inestabilidad en grandes economías de Latinoamérica, como la constricción de las condiciones financieras y el ajuste necesario de las políticas en Argentina; los efectos de las huelgas y la incertidumbre política en Brasil; y las tensiones comerciales y la prolongada incertidumbre que rodea la renegociación del TLCAN y el programa de políticas del nuevo gobierno en México. Las publicaciones recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial (BM), Organización de las Naciones Unidas (ONU) y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), indican que en 2018 las perspectivas de crecimiento económico para América Latina y el Caribe son positivas (salvo en el caso de Venezuela), aunque podrían verse comprometidas por algunos riesgos a la baja. Para el FMI, el crecimiento regional fue de 1,3% en 2017, y estima un ligero aumento de 1,6% en 2018 y 2,6% en 2019<sup>7</sup>.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un crecimiento económico positivo para el año 2018. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE)<sup>8</sup>, el repunte económico del 2,0% en 2018 se daría gracias al aumento en la inversión agregada. Por su parte, el Banco Mundial pronostica un crecimiento de 2,2% en 2018 y 1,5% en 2019<sup>9</sup>. Las últimas proyecciones realizadas por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estiman un crecimiento del 1,5%<sup>10</sup>. En cambio, según las estimaciones realizadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento del Ecuador sería de 2,5% en 2018, superando así al crecimiento promedio de la región<sup>11</sup>. El centro de investigación Corporación de Estudios para el Desarrollo (Cordes), advierte que ese crecimiento no implica una verdadera recuperación de la economía porque se basa, principalmente, en un gasto público (financiado con nueva deuda) y no en una mayor inversión<sup>12</sup>.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a septiembre de 2018 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 23: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB real (millones USD 2007) I trimestre 2018	17.895,08	Crecimiento anual PIB (t/t-4) I trimestre 2018	1,92%
Deuda Externa Pública como % PIB (julio - 2018)	33,13%	Inflación mensual (agosto - 2018)	0,27%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene - jul 2018	106,85	Inflación anual (agosto - 2018)	-0,32%
RI (millones USD al 14 de septiembre - 2018)	2.586,06	Inflación acumulada (agosto - 2018)	0,08%
Riesgo país (18 - septiembre - 2018)	708,00	Remesas (millones USD) II trimestre 2018	767,31
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 18 - sep- 2018)	69,85	Tasa de Desempleo Urbano (II trimestre 2018)	5,21%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg-INEC / Elaboración: Class International Rating

**Producto Interno Bruto (PIB):** Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del 2,0%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%, cifra que resulta 0,6% inferior a la estimación inicial publicada en marzo de 2018; lo cual obedece al hecho de que las principales fuentes públicas y privadas han enviado información actualizada, completa y más desagregada. Este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones<sup>13</sup>.

En los meses de enero a julio de 2018, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 12.473,5 millones, siendo superior en 20,5% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2017 (llegó a USD 10.349,7 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en los grupos de: combustibles y lubricantes (39,9%), bienes de consumo (22,5%), bienes de capital (19,4%), materias primas

<sup>7</sup> <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2018/07/02/world-economic-outlook-update-july-2018>

<sup>8</sup> El crecimiento estimado del 2% obedece a las estadísticas iniciales que publicó el Banco Central. Cabe señalar, que a la fecha el Banco Central no ha actualizado su previsión de crecimiento, pues advirtió que ante el envío de la Ley de Fomento Productivo a la Asamblea Nacional se proyectarían cambios en sus estimaciones iniciales.

<sup>9</sup> <http://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

<sup>10</sup> <https://www.cepal.org/es/publicaciones/43964-estudio-economico-america-latina-caribe-2018-evolucion-la-inversion-america>

<sup>11</sup> Debido a que en la revisión de julio 2018 no estuvieron disponibles los detalles por país, se empleó la actualización que realizó el FMI en abril y cuyo link es el siguiente:

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/03/20/world-economic-outlook-april-2018>

<sup>12</sup> <http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/1/la-economia-de-ecuador-crecera-el-2-en-2018>

<sup>13</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

(11,4%) y productos diversos (33,7%). La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Estados Unidos, Brasil, Alemania, Rusia, Italia, Colombia, Perú y otros.

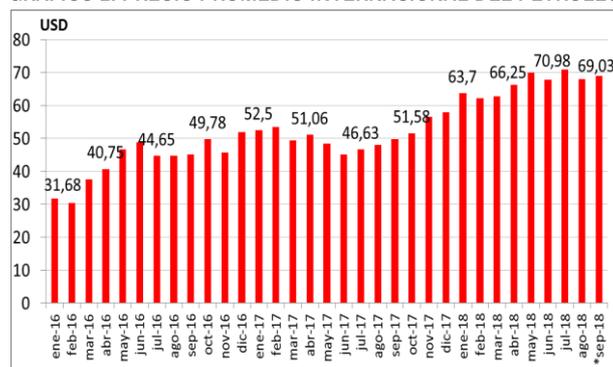
Por su parte, las **exportaciones totales** entre enero y julio de 2018 alcanzaron USD 12.580,4 millones, siendo superiores en 14,4% frente a los mismos meses del 2017 (que alcanzó USD 10.996,0 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -5,8%; no obstante, en valor FOB, las ventas externas de petróleo se incrementaron un 34,2%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados que pasó de USD 42,2 durante enero-julio 2017 a USD 60,0 en 2018. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero-julio de 2018 crecieron en 3,9% frente al 2017, alcanzando USD 7.455,8 millones.

Se debe indicar que el sector comercial exportador se ha beneficiado gracias al proyecto de ley para renovar el Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) para Ecuador, pactado el 13 de febrero de 2018 por la Cámara de Representantes de Estados Unidos<sup>14</sup>. Otro de los factores que benefició este sector fue el acuerdo comercial con Unión Europea (Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA)), garantizando al Ecuador el ingreso de productos a más países europeos.

Por otro lado, desde inicios de 2017, Ecuador está obligado a reducir su producción petrolera debido al acuerdo pactado en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el objetivo de estabilizar el precio del barril de crudo. Por otro lado, Ecuador firmó un decreto ejecutivo que permite la suscripción de contratos de participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo<sup>15</sup>. A julio de 2018 del total de crudo producido apenas un 22,41% corresponde a producción de empresas privada. A través de la ronda petrolera "Intracampos", el Gobierno aspira captar 1.000 millones de dólares de inversión privada para 8 campos menores ubicados en la Amazonía del país<sup>16</sup>. En cuanto a la producción promedio diaria a julio de 2018, esta alcanzó los 523.341 barriles, siendo un 1,21% superior a la registrada en junio de 2018 pero un 3,29% inferior a julio de 2017<sup>17</sup>.

Después de la caída del precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, se muestra un comportamiento relativamente estable en lo que va del 2018, pues en enero 2018 se registró un promedio de USD 63,70 por barril, mientras que en julio de 2018 llegó a USD 70,98 por barril y se ubica en USD 69,03 en promedio hasta el 19 de septiembre 2018.

GRÁFICO 2: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO



Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA)<sup>18</sup> / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias hasta agosto de 2018, sumó USD 9.761,92 millones, siendo un 8,52% superior a lo registrado entre enero-agosto 2017 (USD 8.995,56 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de importaciones y de operaciones internas) con USD 4.433,69 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.284,45 millones, el

<sup>14</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html>

<sup>15</sup> <https://alnavio.com/noticia/14386/economia/lenin-moreno-estimula-la-inversion-privada-para-elevar-la-produccion-de-petroleo.html>

<sup>16</sup> <https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizaran-50-de-beneficios-para-ecuador>

<sup>17</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadísticas/Hidrocarburos/indice.htm>

<sup>18</sup> [https://www.eia.gov/dnav/pet/pet\\_pri\\_spt\\_s1\\_m.htm](https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm)

Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 794,99 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de importaciones y de operaciones internas) con USD 670,37 millones<sup>19</sup>.

La **inflación** anual en agosto de 2018 fue de -0,32%, siendo una de las variaciones anuales más bajas desde 2009; mientras que la inflación mensual se ubicó en 0,27%, luego de cuatro meses seguidos de deflación. Desde mediados de 2015, la inflación anual presenta una marcada reducción que refleja la desaceleración económica del país; siendo agosto 2018 el decimosegundo mes consecutivo en registrar valores negativos de inflación anual.

En referencia al **salario nominal promedio**, en agosto de 2018, alcanzó USD 450,26<sup>20</sup>; mientras que el **salario unificado nominal** fue fijado en USD 386,00; reflejando un incremento frente a los rubros del año 2017 (USD 437,44 y USD 375,00 respectivamente). En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se ubicó en 107,28 para este mes<sup>21</sup>. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a agosto de 2018, ésta se ubicó en USD 710,76<sup>22</sup>, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 720,53 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 101,38% del costo de la canasta

En relación a los indicadores laborales a junio de 2018, se observó que el 70,5% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar, de ésta el 66,4% se encuentra económicamente activa (7,98 millones de personas); para el mismo periodo se aprecia que el **empleo bruto nacional** se ubicó en 63,6% (65,6% a junio de 2017); la tasa de **desempleo** nacional alcanzó 4,1% (4,5% a junio de 2017); y el **empleo adecuado**, fue de 38,9%, inferior en 1,2% al registrado en junio de 2017 (40,1%)<sup>23</sup>. Esta disminución del empleo adecuado o pleno entre junio de 2017 y junio de 2018 significó una reducción de cerca de 161.689 puestos de trabajo. En cambio, se refleja un incremento de otro empleo no pleno, que pasó de representar el 24,3% de la población económicamente activa en junio de 2017 a 26,5% en el mismo mes de 2018. Para la institución Cordes, son importantes las señales económicas que envía el Gobierno para que crezca la economía, pero ya no con base en el endeudamiento y el gasto público, sino que se tomen medidas para restar rigidez al mercado laboral<sup>24</sup>.

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 24,5% a junio de 2018; el resultado anterior presentó un incremento de 1,4% con respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la pobreza extrema fue de 9,0% a junio de 2018, reflejando un incremento de 0,6% en relación a junio de 2017. La ciudad que mayor nivel de pobreza presentó fue Guayaquil (14,1%) y Quito la que presenta mayor pobreza extrema (4,6%), mientras que Cuenca es la que presenta menor tasa de pobreza (2,8%) y menor pobreza extrema (0,2%). La pobreza difiere en las zonas rurales, donde este indicador triplica al obtenido en las ciudades<sup>25</sup>. Según el INEC, la pobreza en el área rural alcanzó el 43,0% en junio del 2018. Cabe señalar que, para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en el mes de junio de 2018 se ubicaron en USD 84,72 y USD 47,74 mensuales por persona respectivamente<sup>26</sup>.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial mensual fue de 5,08% para septiembre de 2018, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 8,01%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,93%<sup>27</sup>.

En lo que respecta a la evolución de la oferta **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el segundo trimestre 2018, los bancos y mutualistas, fueron menos restrictivos en el otorgamiento de créditos de vivienda y microcréditos, dado que el saldo entre los bancos menos y más restrictivos, fue positivo. Por otro lado, en los segmentos de productivo y consumo el saldo fue nulo<sup>28</sup>.

<sup>19</sup> <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

<sup>20</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201808.pdf>

<sup>21</sup> Es el valor del salario nominal promedio dividido para el índice de precios al consumidor del mes de referencia. Está expresado como índice cuya base es 2004=100.

<sup>22</sup> [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Agosto-2018/Boletin\\_tecnico\\_08-2018.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Agosto-2018/Boletin_tecnico_08-2018.pdf)

<sup>23</sup> [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Junio-2018/Informe\\_Economia\\_laboral-jun18.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Junio-2018/Informe_Economia_laboral-jun18.pdf)

<sup>24</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pienden-empleo-pleno>

<sup>25</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuatorianos-cifras-pobreza-inec-2018.html>

<sup>26</sup> [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Junio-2018/Informe\\_pobreza\\_y\\_desigualdad-junio\\_2018.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Junio-2018/Informe_pobreza_y_desigualdad-junio_2018.pdf)

<sup>27</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

<sup>28</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIT-2018.pdf>

El flujo de **remesas** que ingresó al país el II trimestre de 2018 totalizó USD 767,31 millones, cifra superior en 7,31% con respecto al I trimestre de este año y mayor en 9,79% en relación al II trimestre del 2017. El incremento se atribuye de manera especial al crecimiento y dinamismo de la economía estadounidense y por la acentuación de su política migratoria, que presionó a los migrantes a remitir más recursos. Al II trimestre de 2018, el 90,74% del total de remesas recibidas provinieron de Estados Unidos (USD 438,24 millones), España (USD 196,90 millones), Italia (USD 39,08 millones) y México (USD 22,04 millones). Guayas, Azuay y Pichincha concentraron el 64,90% del total de remesas (USD 497,96 millones)<sup>29</sup>.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el primer trimestre de 2018 fueron de USD 223,58 millones; monto superior en 21,28% al registrado en su similar periodo en el 2017 (que alcanzó USD 184,35 millones). La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: explotación de minas y canteras, industria manufacturera, servicios prestados a empresas y comercio<sup>30</sup>.

Al mes de julio de 2018, de acuerdo a información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 34.459,3 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra presentó un incremento del 20,40% con respecto a julio de 2017 (USD 28.620,5 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** hasta julio de 2018 fue de USD 7.743,8 millones, que equivale al 7,44% del PIB<sup>31</sup>, conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de julio de 2018, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 46,5% del PIB<sup>32</sup>, superando el límite del 40% del PIB. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, el país tiene cerca de USD 48.000 millones de deuda total entre externa e interna, y si se considera las otras obligaciones (venta anticipada de petróleo) se añadirían cerca de USD 10.000 millones adicionales, que bordearían el 57% del PIB<sup>33</sup>.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2016 se incrementaron a USD 4.259 y disminuyeron a USD 2.451 millones en 2017. Los principales ingresos de la Reserva Internacional son: recaudación de impuestos, exportaciones de petróleo y derivados, emisión de deuda interna, depósitos de los gobiernos locales, desembolsos de deuda externa y exportaciones privadas, entre otros. Al 14 de septiembre de 2018 el saldo de reservas internacionales disminuyó a USD 2.586,06 millones.

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable. En la última revisión de este indicador se mantuvo esta calificación, donde se resalta que el Gobierno se ha embarcado en medidas de ajuste que buscan reducir gradualmente el déficit fiscal del país, pese a que persisten desafiantes perspectivas fiscales y restricciones en su acceso al financiamiento externo<sup>34</sup>.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas en la reciente Ley de Fomento Productivo, es el de incentivos tributarios; entre ellos, la exoneración por 15 años del impuesto a la renta a las nuevas inversiones en industrias básicas<sup>35</sup>. El déficit fiscal pasó de USD -2.146 millones en agosto de 2017 a USD -996,7 millones en agosto de 2018 y de acuerdo al Ministro de Economía y Finanzas, los principales factores de esta disminución han sido un menor gasto y una mayor recaudación tributaria. Además, entre las medidas del Plan de Prosperidad 2018-2021, se cuentan la reducción del subsidio de la gasolina súper y la optimización del subsidio industrial<sup>36</sup>.

<sup>29</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201802.pdf>

<sup>30</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

<sup>31</sup> La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 104.021 millones, según última previsión de cifras del BCE.

<sup>32</sup> <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2018/09/1AGOSTO-2018.pdf>

<sup>33</sup> <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>

<sup>34</sup> [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505)

<sup>35</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html>

<sup>36</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

**Riesgo del Negocio**

**Descripción de la Empresa**

ORIGINARSA S.A. es una compañía especializada en el proceso global de calificación crediticia, generación, administración y compraventa de cartera automotriz. Su domicilio principal se encuentra en Quito, provincia de Pichincha.

La compañía se ha especializado en efectuar compra y venta de cartera de crédito automotriz, así como la recuperación y administración de la misma.

ORIGINARSA S.A. cuenta con un equipo de trabajo altamente capacitado y experimentado, que apoya sus operaciones en tecnología de punta que permite a la empresa realizar estos procesos de forma técnica y eficiente.

La empresa genera y compra cartera automotriz de manera independiente a través de una red importante de concesionarios, principalmente de las ciudades de Quito, Guayaquil, Ibarra, Ambato, Manta y Santo Domingo. En los últimos años, la compañía mantuvo operaciones de venta de cartera con: Banco Pichincha C.A., Banco Internacional C.A., Cooperativa de Ahorro y Crédito 29 de octubre Cía. Ltda., y Asociación Mutualista Ahorro y Crédito para la Vivienda Pichincha S.A.

La generación de cartera está diversificada entre las principales marcas de vehículos, la empresa cuenta con productos para el financiamiento de vehículos livianos nuevos, usados y vehículos pesados. Los clientes de compraventa y administración de cartera son instituciones financieras que desean adquirir un activo de alta calidad a un rendimiento adecuado.

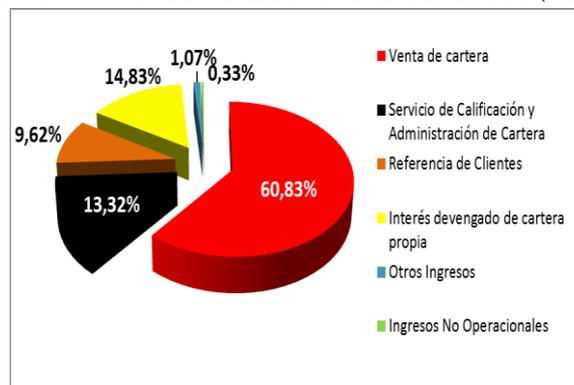
ORIGINARSA S.A. cuenta con 3 líneas principales de negocios:

**Generación de crédito:** Se proporciona a los concesionarios de vehículos para facilitar el otorgamiento de crédito a sus clientes que requieren crédito para la compra de vehículos.

**Administración de crédito:** Servicio proporcionado a las empresas compradoras de cartera, principalmente bancos y cooperativas, que consiste en mantener el control de la cartera vendida durante todo el plazo del crédito.

**Compraventa de cartera:** Atiende a varias instituciones financieras entre bancos y cooperativas con los cuales tiene convenios de compraventa mensual de cartera.

GRÁFICO 3: DISTRIBUCIÓN DE INGRESOS POR LÍNEA DE NEGOCIO (JULIO 2018)



Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

ORIGINARSA S.A. al 31 de julio de 2018, presenta un capital suscrito y pagado que asciende a USD 600.000,00, el mismo que se encuentra conformado por el mismo número de acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una.

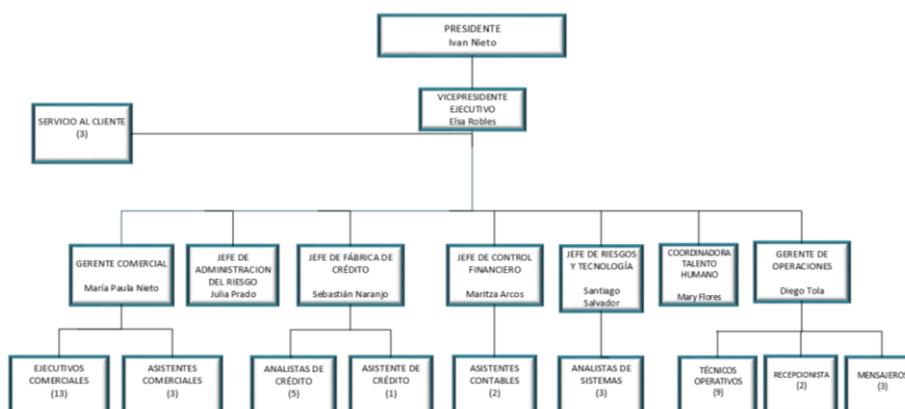
CUADRO 24: ACCIONISTAS

Nombre	Capital	Participación
HOLDING LOS ALPES APHOLD S.A.	325.500,00	54,25%
NIETO JARRIN NELSON IVAN	120.000,00	20,00%
NIETO ROSERO MARIA PAULA	12.000,00	2,00%
ROBLES GRANDA ELSA HERMINIA	22.500,00	3,75%
ROSETO OÑA MARIA DEL CARMEN	120.000,00	20,00%
<b>Total</b>	<b>600.000,00</b>	<b>100%</b>

Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

El órgano máximo de la compañía es la Junta General de Accionistas, mientras que la administración la preside el Presidente y Vicepresidente Ejecutivo.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

A continuación, se muestra un detalle de los principales ejecutivos de ORIGINARSA S.A.:

CUADRO 25: PRINCIPALES ADMINISTRADORES

Nombre	Cargo
ROBLES GRANDA ELSA HERMINIA	VICEPRESIDENTE EJECUTIVO
TOLA ZEVALLOS DIEGO ALEXANDER	GERENTE DE OPERACIONES
NIETO ROSERO MARIA PAULA	GERENTE COMERCIAL
ARCOS ORBE MARITZA ALEXANDRA	JEFE DE CONTROL FINANCIERO
PRADO VITERI JULIA ROSALIA	JEFE DE ADMINISTRACION DEL RIESGO
SALVADOR RAMIREZ SANTIAGO RUBEN	JEFE DE RIESGOS Y SISTEMAS
JUAN SEBASTIAN NARANJO	JEFE DE FABRICA DE CREDITO
FLORES JARAMILLO MARY BEATRIZ	COORDINADORA DE TALENTO HUMANO

Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Empleados

Al 31 de julio de 2018, ORIGINARSA S.A. contó con 48 colaboradores, mismos que se encuentran distribuidos en las distintas áreas de la organización. Por otro lado, el 85,42% de colaboradores cuentan con contrato indefinido, el 10,42% presentan contrato eventual y la diferencia un contrato parcial permanente.

Adicionalmente, es importante señalar que dentro de la compañía no se han establecido sindicatos ni comités de empresa, que puedan afectar el normal desempeño de la misma.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

### Empresas vinculadas o relacionadas

CUADRO 26: EMPRESAS VINCULADAS

Empresa	Relación	Accionista
INTERBROQUER S.A.	GESTIÓN/ ADMINISTRACIÓN	IVAN NIETO JARRIN
DURVEST S.A.	PROPIEDAD	IVAN NIETO JARRIN
HOLDING LOS ALPES S.A.	PROPIEDAD	IVAN NIETO JARRIN
RECAUDA S.A.	PROPIEDAD/ADMINISTRACION	IVAN NIETO JARRIN/ ELSA ROBLES

Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Al 31 de julio de 2018, la empresa mantiene una participación accionarial del 35% en Originarsa Perú SAC., entidad que inició sus operaciones en abril 2017. Actualmente Originarsa Ecuador apoya a su relacionada en cuanto al Know-how de las operaciones del negocio y financieramente para el inicio de las mismas.

### Gobierno Corporativo

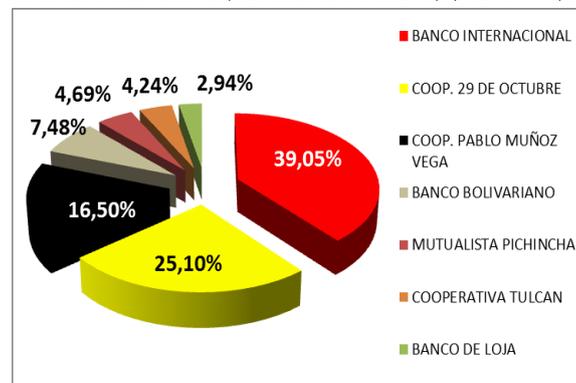
ORIGINARSA S.A. está gobernada por la Junta General de Accionistas. Según los estatutos, la empresa no tiene Directorio, sin embargo, se ha conformado un Comité Consultivo cuyo objetivo es brindar recomendaciones técnicas, profesionales y estratégicas, de Buen Gobierno Corporativo, así como medir y evaluar riesgos. El Comité Consultivo está conformado por cuatro miembros y se reúne mensualmente.

### Otros Aspectos de la Empresa

#### Clientes

La actividad principal de la compañía que se refiere a la compra y venta de cartera, le ha permitido generar un volumen de ingresos importante para la operación del negocio. A continuación, se evidencia un detalle de los ingresos por cliente, de acuerdo al nivel de ventas por monto de cartera:

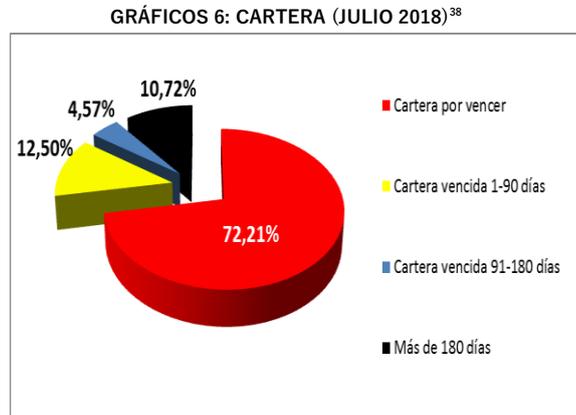
GRÁFICOS 5: CLIENTES (VENTAS DE CARTERA) (JULIO 2018)<sup>37</sup>



Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

<sup>37</sup> Estos valores sólo conforman la línea operacional de compraventa de cartera de la cual se obtiene un rendimiento para los ingresos de la compañía, el rendimiento de esta línea más el de las otras líneas de negocio, conforman el total de los ingresos de la compañía.

El detalle de cuentas por cobrar de la empresa contempla, cuentas por cobrar comprada por vencer, que no devenga intereses y vencida de los activos financieros disponibles para la venta, los mismos que al 31 de julio de 2018, se concentraron en cartera por vencer con el 72,21% del total de estas cuentas por cobrar, seguido por la cartera vencida de 1 a 90 días con el 12,50%, la cartera vencida con más de 180 días con el 10,72% y finalmente la cartera vencida entre 91 y 180 días con el 4,57% del total de cartera.



Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Proveedores

La compra de cartera, ORIGINARSA S.A. la realiza a varios concesionarios automotrices, entre los cuales destacan IOKARS CJA con el 9,98% (222 operaciones), seguido de AUTOCONSA QUITO RECREO, con el 3,81% (87 operaciones) y AUTOLASA MATRIZ con el 2,98% (69 operaciones). El 83,23% restante se divide entre distintos concesionarios con una participación inferior al 2,90%.

La política de cuentas por pagar comprende: i) Pagos a Concesionarios: entre 3 y 8 días, de acuerdo al convenio con cada uno, ii) Pagos a Compañías de Seguros: cada 15 días, iii) Pago a otros proveedores: Máximo 30 días, y iv) Pagos a Bancos y Cooperativas por administración de cartera: diariamente.

## Política de Financiamiento

Los indicadores de apalancamiento reflejan que ORIGINARSA S.A. financia principalmente sus activos con recursos propios. Es así que, al 31 de julio de 2018 la relación entre pasivos y patrimonio de la compañía fue de 0,80 veces (0,83 veces a diciembre 2017), con pasivos que financiaron el 44,51% (45,24% en diciembre de 2017) de los activos de la empresa, mientras que el patrimonio financió el 55,49% (54,76% en diciembre 2017) de los activos.

Al 31 de julio de 2018, la compañía presentó una deuda financiera total que financió el 6,65% de los activos (9,83% de los activos en 2017), la misma que se encontró conformada únicamente por obligaciones con el Banco Internacional.

## Política de Generación de Cartera

La compañía cuenta con manual de políticas de crédito para la generación de cartera automotriz, en el que se exponen los criterios y parámetros generales de evaluación para la decisión de crédito de vehículos nuevos y usados, vehículos pesados y exclusiones de perfiles de crédito. La Unidad de Crédito y Riesgo evalúa y propone los criterios de aceptación de riesgo, así como las políticas de excepciones que son aprobadas por la Jefatura de la Fábrica de Crédito y/o la Gerencia General. Es importante señalar, que los criterios y políticas de crédito son

<sup>38</sup> ORIGINARSA S.A. realiza provisiones mensuales del 1,5% de la cartera que genera, sin embargo, estas provisiones se revisan trimestralmente en función de la morosidad de la cartera. Se establecen provisiones para las Cuentas por Cobrar Cartera Comprada y Seguros por Cobrar (seguros pagados por cuenta de los clientes). Estas provisiones se contabilizan en cuentas del Activo bajo el nombre de Provisión por Deterioro de Cartera. Por políticas internas de prudencia, la empresa hace provisiones sobre la cartera que ha sido vendida bajo compromiso de Recurso Parcial

revisados y ratificados por lo menos una vez al año, o cuando se presenten situaciones atípicas en la economía que reflejen una mayor exposición de riesgo.

### **Regulaciones a las que está sujeta la Empresa, Normas de Calidad y Certificaciones**

ORIGINARSA S.A. es una compañía regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, entre otras.

### **Responsabilidad Social**

ORIGINARSA S.A. no cuenta con un informe de Responsabilidad Social ni proyectos sociales en los cuales la empresa este participando.

### **Riesgo Legal**

ORIGINARSA S.A. al 31 de julio de 2018, reportó que no existe ningún juicio, reclamo pendiente o en proceso, demandas judiciales y extrajudiciales en los que se encuentre involucrada la empresa. Así como ningún tipo de investigación que esté siendo llevando a cabo por cualquier ente de control que tenga jurisdicción sobre la empresa.

### **Liquidez de los títulos**

Al ser la calificación inicial del Fideicomiso, todavía no se cuenta con la información necesaria para evaluar la liquidez de los títulos, lo que será analizado en las revisiones de la presente calificación.

Así mismo se debe indicar que ORIGINARSA S.A., no ha participado anteriormente en el Mercado de Valores.

### **Presencia Bursátil**

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes

Sin embargo, al ser la calificación inicial del presente Fideicomiso, todavía no se cuenta con la información necesaria para evaluar la presencia bursátil de los títulos, lo que será analizado posteriormente en la siguiente revisión.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

### **Eventos Importantes**

- El enfoque que la empresa ha tenido en incrementar la generación de créditos de alta calidad ha dado sus frutos en la reducción de la morosidad de la cartera administrada, razón por la cual las IFI's compradoras han demostrado interés en incrementar los montos de compras de cartera.

- El proceso en la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria concluyó y mediante Resolución No. SEPS-ISF-DNAISF-2018-0102 del 01 de junio de 2018, se resolvió la calificación de ORIGINARSA S.A. como compañía de servicios auxiliares.
- La Superintendencia de Bancos mediante Resolución No. SB-DTL-2018-955 de fecha 18 de septiembre de 2018, calificó a ORIGINARSA S.A. como empresa auxiliar del sistema financiero en las actividades de generación y administración de cartera.<sup>39</sup>

## Situación del Sector

De acuerdo con datos publicados por la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE)<sup>40</sup> en su página web, de enero a diciembre del año 2017 se vendieron 105.077 unidades. Esto representó un 49,59% más que en diciembre del 2016, cuando se vendieron 70.241 vehículos. Para julio de 2018 el número de unidades vendidas fue de 11.699, mientras que a julio de 2017 se vendieron 9.512 unidades. Por otro lado, es necesario mencionar que, del total de ventas de unidades de julio de 2018, dentro de los vehículos livianos (automóviles, camionetas, SUV) las marcas más representativas fueron Chevrolet con el 36% del total de ventas y Kia con el 18% del total de ventas. Además, dentro del segmento de vehículos comerciales (VAN, Camiones y Buses) las marcas representativas fueron Hino con el 30% y Chevrolet con el 21%. A continuación, se presenta un detalle de lo mencionado:

GRÁFICO 7: VENTA TOTAL DE VEHÍCULOS (UNIDADES) ENE-JUL 2018



GRÁFICO 8: VENTA DE VEHÍCULOS LIVIANOS (UNIDADES) ENE-JUL 2018

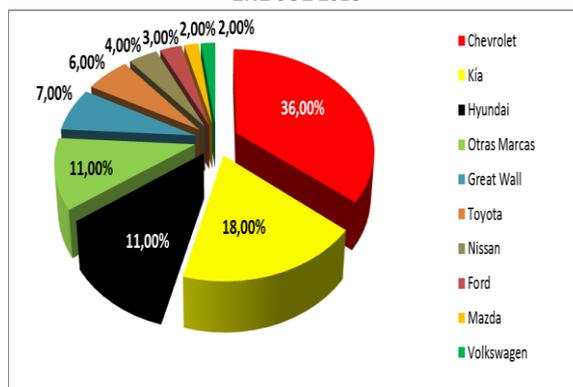
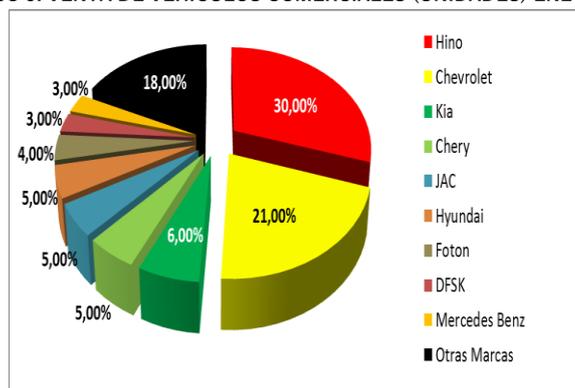


GRÁFICO 9: VENTA DE VEHÍCULOS COMERCIALES (UNIDADES) ENE-JUL 2018



Fuente: AEADE / Elaboración: Class International Rating

Se han importado 118.853 automóviles entre enero del 2017 y los primeros días del mes de julio de 2018; de los cuales se han vendido una cantidad de 173.357<sup>41</sup> vehículos, lo que significó un desarrollo beneficioso para el

<sup>39</sup> ORIGINARSA S.A. no es una institución del sistema financiero, ni institución del sistema financiero popular y solidario. Es prestadora de servicios a aquellas, es decir, auxiliar de servicios financieros

<sup>40</sup> <http://www.aeade.net/wp-content/uploads/2018/08/boletin%2023%20espanol%20resumido.pdf>

<sup>41</sup> <http://www.aeade.net/wp-content/uploads/2018/08/boletin%2023%20espanol%20resumido.pdf>

sector, realizando énfasis en 2017, que, tras el retiro de las restricciones de cupos de importación, se evidenció que se registraron mayores ventas.

GRÁFICO 10: EVOLUCIÓN DE LA IMPORTACIÓN Y VENTA DE VEHÍCULOS (ENERO A JUNIO DE 2018)<sup>42</sup>



Fuente: AEADE / Elaboración: Class International Rating

Es preciso mencionar que, a julio de 2018, la reducción de precios de los autos provenientes de la Unión Europea ha obligado a otras concesionarias a reforzar sus campañas de promoción. Desde que entró en vigencia el acuerdo con el bloque, los precios de los vehículos europeos han bajado en un 13%, debido a la eliminación progresiva de aranceles. Chevrolet, KIA y Hyundai son las más vendidas, juntas captaron el 65% del mercado total, según datos hasta julio de 2018 de la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (Aeade). Frente a ello, las casas comerciales activaron estrategias. Una de ellas es la introducción de nuevos modelos y marcas. Desde el 2017 han ingresado al país 67 modelos nuevos con precios más atractivos.<sup>43</sup>

Las principales barreras de entrada para nuevos competidores en el negocio de generación y administración de crédito automotriz, es la especialización y enfoque del producto, la diferenciación en el servicio, requerimiento de capital, know how del negocio. Por otro lado, como barreras de salida se identifica las condiciones para una desinversión y los compromisos contractuales en las operaciones del negocio.

## Expectativas

La meta durante el año 2018 buscará colocar alrededor de 140,000 unidades, pues si bien han tenido una recuperación en relación al año 2016, todavía están muy por debajo de las cifras alcanzadas en la última década.<sup>44</sup>

Cinco propuestas se plantearon en el sector automotor al Gobierno para incentivar el desarrollo productivo en el marco del denominado Consejo Consultivo Productivo y Tributario. Según el vicepresidente de la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE), en los últimos diez años hubo 105 cambios en reglamentación técnica, tributaria, económica y comercial. Por ello plantean desarrollar una política estatal, con reglas claras a fin de fomentar las inversiones. Esto garantizaría previsibilidad en las regulaciones técnica, tributaria y comercial.

Renovación del parque automotor con inversión del sector privado e impulsar políticas para facilitar el acceso de la ciudadanía a nuevas tecnologías de movilidad, son otras de las iniciativas del ámbito automotor que reúne a ensambladoras e importadores de vehículos y motos, autopartistas y artesanos. Las otras propuestas se refieren a la generación de líneas de crédito preferenciales para renovación, tecnologías eco-eficientes destinadas al sector productivo y reactivación del leasing (alquiler con derecho a compra). Además, pide revisar

<sup>42</sup> La información mencionada, es la última información obtenida de la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE)

<sup>43</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/participacion-autos-europeos-mercado-ecuador.html>

<sup>44</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/automotor-modelos-union-europea-ventas-economia.html>

el cálculo del anticipo del Impuesto a la Renta (IR) así como la eliminación del Impuesto a la Salida de Divisas (ISD).<sup>45</sup>

### Posición Competitiva de la Empresa

ORIGINARSA S.A. compete con Bancos, Cooperativas y varias empresas generadoras de cartera dedicadas a la colocación de crédito automotriz. Los competidores más importantes son: AMERAFIN (BPAC), Produbanco, Banco Guayaquil y NOVACREDIT.

De igual manera, y por considerarse una herramienta que permite visualizar la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de ORIGINARSA S.A., mismos que evidencian los puntos más relevantes tanto positivos como negativos.

CUADRO 27: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Especialización en crédito automotriz.	Dependencia de ingresos de la compraventa de crédito automotriz
Posicionamiento en el mercado, buena percepción de Concesionarios e IFI´s compradoras	
Imagen de seriedad, estabilidad, profesionalismo	Poca flexibilidad para cambios en el producto, por esta razón va a ser importante la opción de titularización de cartera.
Buena calidad de la cartera generada	En el proceso de postventa se debe mejorar la calidad en el servicio al cliente de crédito.
Alta liquidez y solvencia financiera de la empresa.	
Recurso Humano capacitado y profesional	Dependencia tecnológica de proveedores externos
Buena tecnología	
Estructura organizacional plana y accesible, mayor velocidad para implementación de cambios	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Incremento de la demanda para ventas de cartera a IFI´s	Incremento de la competencia con oferta de crédito automotriz con condiciones de aprobación más flexibles
Mercado automotor favorable permite generar más cartera.	La reducción del precio de vehículos ha reducido el monto promedio de los créditos, por lo tanto debemos incurrir en un mayor gasto para alcanzar las metas de generación de cartera.
Se puede incrementar la colocación mediante mayor cobertura en las plazas no atendidas	
Se puede realizar alianzas con grupos económicos de concesionarios para darles el servicio de generación de crédito directo	Reducción de tasas (margen operacional) que no se compense con mayor volumen.
Se puede mejorar colocación de crédito a clientes recurrentes mediante bases de créditos pre-aprobadas.	La situación económica muestra signos de recesión en los próximos meses, por lo tanto se puede deteriorar la calidad de la cartera.
Utilizar know-how para generación y administración de otro tipo de créditos	Sector automotor podría ser sujeto a restricciones por su afectación a la balanza comercial

Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

### Riesgo operacional

El riesgo operacional comprende la posibilidad de que el resultado económico y los flujos de la compañía se vean afectados al encontrarse expuesta a ciertos aspectos o factores de riesgos asociados con su recurso humano, los procesos, la tecnología que utilice, el manejo de la información, sucesos naturales entre otros.

Para la gestión del riesgo probable por pérdida de información, la empresa ha programado algunos planes de acción, tal es el caso que, la compañía almacena la misma en los aplicativos GAF y BPM, adicionalmente los servidores internos son respaldados en su sitio alterno en la ciudad de Guayaquil. Por otro lado, dentro de la política de tecnologías de información y comunicación, contempla las políticas en cuanto al uso adecuado de las tecnologías de información y comunicaciones, de contraseñas, de uso de internet y correo electrónico, almacenamiento, instalación y uso de software.

La empresa de igual manera cuenta con un plan de contingencia, donde describe las medidas de mitigación de riesgos según el evento sucedido (Incendios, robo de equipos, robo de datos o documentos, virus), para lo cual existe un Comité de Crisis de TI, que se encarga de dirigir las acciones durante la contingencia y la recuperación y un equipo de recuperación, que se encarga de restablecer todos los sistemas necesarios. Este plan de

45 <http://www.eluniverso.com/tendencias/2017/08/14/nota/6330676/sector-automotor-plantea-propuestas-desarrollo-productivo>

contingencia se encuentra en constante cambio debido a los requerimientos tanto externos como internos que impactan a la empresa.

Por otro lado, en virtud del tipo de negocio y con el afán de precautelar el desarrollo ordenado de sus actividades, la empresa ha establecido un Manual de Políticas de Crédito, que incluye la conformación de la definición de los tipos de cartera, las políticas y condiciones de crédito, e incluye también una definición sobre las cobranzas de crédito. El manual vigente tiene como última actualización el mes de enero de 2018.

Se debe mencionar que ORIGINARSA S.A. con el objetivo de cuidar sus principales activos, constituidos por el equipo tecnológico de la empresa, ha contratado pólizas de seguros contra incendio, robo, hurto, equipo electrónico, con vigencia hasta octubre de 2018, y pólizas contra vehículos con vigencia hasta marzo 2019 y abril 2019.

### **Riesgo Financiero**

El análisis financiero efectuado a **ORIGINARSA S.A.**, se realizó en base a los informes auditados de los años 2014, 2015, 2016 y 2017 junto a las cifras de los Estados de Situación Financiera y Estado de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, al 31 de julio de 2017 y 31 de julio de 2018.

### **Análisis de los Resultados de la Empresa**

Los ingresos de ORIGINARSA S.A, presentaron una tendencia decreciente hasta el año 2016, pues pasaron de USD 6,41 millones en 2014 a USD 4,85 millones al cierre de 2016, debido en parte a las medidas adoptadas por el gobierno ecuatoriano referentes a la restricción de importaciones e imposición de salvaguardas al sector automotriz, lo cual originó una caída en la venta compañía, pues ésta se ha especializado en efectuar compra y venta de cartera de crédito automotriz, así como la recuperación y administración de la misma.

Para diciembre de 2017, los ingresos crecieron en 10,43% frente a lo reportado en su similar de 2016, llegando a USD 5,36 millones, en parte gracias a la recuperación del sector automotriz.

Para julio de 2018, los ingresos alcanzaron una suma de USD 3,56 millones, lo que significó un crecimiento del 23,54% en relación a los ingresos presentados en julio de 2017 cuando fueron de USD 2,88 millones, lo que está justificado por la dinámica demostrada en el sector automotriz, adicionalmente los clientes de ORIGINARSA S.A. (Bancos y Cooperativas), mostraron más interés en incrementar los niveles de compras de cartera a la empresa.

Los ingresos de la compañía provienen principalmente de venta de cartera, servicio de administración de cartera y asesoría, y de intereses generados de préstamos.

La participación de los gastos operativos sobre los ingresos se mostró creciente hasta el año 2016, pasando de 68,95% en 2014 a 78,06% en 2016, debido a la incorporación de gastos de ventas para este último periodo. Para diciembre de 2017 los gastos operativos significaron el 72,35% de los activos, reducción que obedece a que en este año inició operaciones RECAUDA, empresa de cobranzas filiar de ORIGINARSA S.A., y a esta empresa pasaron las 8 personas que formaban la parte del área de cobranzas de ORIGINARSA S.A., lo cual llevo a una disminución de sus gastos de personal.

El principal componente del total de gastos operativos son los gastos administrativos, y dentro de estos, sobresalen los gastos de sueldos y salarios, seguido de las pérdidas de venta de cartera, mientras que dentro de los gastos de ventas sobresalen las comisiones a vendedores. Lo mencionado anteriormente evidencia un manejo eficiente de los gastos operativos en el último año, demostrando además los esfuerzos de la administración por optimizar recursos.

En julio de 2018, la participación de los gastos operativos alcanzó el 74,27% de los ingresos, porcentaje superior al registrado en julio de 2017, cuando fue de 71,94% de los ingresos, debido a un aumento en los gastos

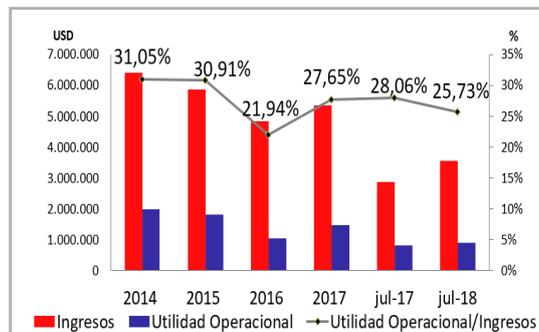
administrativos, especialmente por la contratación de personal para las áreas comercial, operativa y crédito para atender el incremento de transacciones.

Adicionalmente, debe mencionarse que con la aplicación de las NIIF la empresa registra la participación de trabajadores en utilidades como gasto operacional, lo cual afecta el verdadero nivel de la utilidad operacional, pues esta sería superior si no tuviera este efecto.

En estas condiciones, la empresa alcanzó niveles importantes en su margen operacional, no obstante, su tendencia fue decreciente hasta el año 2016, dado que pasó de representar el 31,05% en 2014 a un 21,94% en 2016, debido a la tendencia creciente de sus gastos operativos. Para el año 2017, el margen operacional se recupera levemente hasta significar un 27,65% de los ingresos, gracias al comportamiento de sus ventas, así como de un control adecuado de sus gastos.

Para julio de 2018, el margen operacional representó el 25,73% de los ingresos, porcentaje inferior a lo registrado en julio 2017 cuando fue de 28,06% de los ingresos, lo que estuvo fundamentado por la mayor velocidad de crecimiento de los gastos operativos que de sus ingresos.

GRÁFICO 11: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Después de descontar los gastos financieros, que no representaron más del 2,00% de los ingresos durante el periodo analizado y el impuesto a la renta que significó en promedio el 6,16% de los ingresos, la compañía arrojó una utilidad neta que pasó de representar el 22,75% de los ingresos en 2014 a un 20,19% en 2017 (18,16% de los ingresos en julio de 2018).

### Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

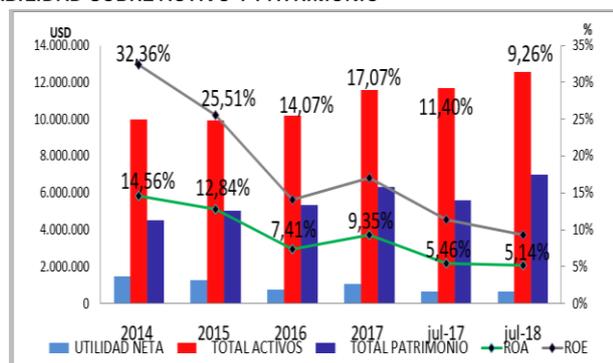
Los indicadores de rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre patrimonio (ROE) de la compañía presentan un comportamiento adecuado en los periodos analizados, no obstante, su tendencia fue decreciente hasta el año 2016, debido a la reducción de su utilidad neta. Para el cierre de 2017, estos indicadores crecen levemente gracias a que el sector automotriz se recuperó, lo que influyó de manera positiva sobre sus resultados finales.

Para julio de 2018, los indicadores de rentabilidad se contrajeron frente a lo arrojado en julio de 2017, debido a una mayor velocidad de crecimiento de sus activos y patrimonio frente a su resultado final.

CUADRO 28, GRÁFICO 12: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Indicador	2014	2015	2016	2017
ROA	14,56%	12,84%	7,41%	9,35%
ROE	32,36%	25,51%	14,07%	17,07%

Indicador	jul-17	jul-18
ROA	5,46%	5,14%
ROE	11,40%	9,26%



Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

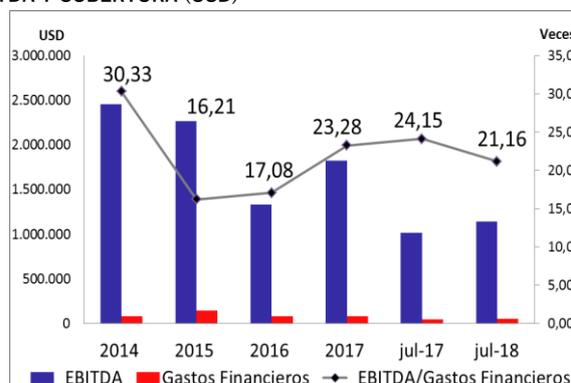
A lo largo del periodo analizado, el EBITDA (acumulado) de ORIGINARSA S.A. presentó una evolución acorde al desempeño del margen operacional, es así que significó un interesante 38,36% de los ingresos en el año 2014 y un 34,07% de los ingresos en 2017, demostrando que la compañía genera flujo propio suficiente para cubrir sus obligaciones.

Para julio de 2018, el EBITDA (acumulado) representó el 31,97% de los ingresos, porcentaje ligeramente inferior a lo presentado en julio de 2017, cuando fue de 35,10% de los ingresos. A pesar de dicha tendencia, la compañía reflejó una adecuada capacidad de generación de recursos propios, permitiéndole a la compañía generar una cobertura holgada sobre sus gastos financieros.

CUADRO 29, GRÁFICO 13: EBITDA Y COBERTURA (USD)

Concepto	2014	2015	2016	2017
EBITDA	2.457.000	2.270.000	1.331.897	1.824.814
Gastos Financieros	81.000	140.000	77.985	78.400
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	30,33	16,21	17,08	23,28

Concepto	jul-17	jul-18
EBITDA	1.011.686	1.138.301
Gastos Financieros	41.899	53.803
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	24,15	21,16



Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Capital Adecuado

### Activos

El activo total de ORIGINARSA S.A. pasó de USD 9,95 millones en 2015 a USD 11,57 millones al cierre de 2017 y USD 12,58 millones en julio de 2018, comportamiento que obedecen al crecimiento de efectivo y equivalentes de efectivo, entre otros rubros en menor medida.

En lo que concierne a su estructura, se debe indicar que hubo supremacía en los activos corrientes, los mismos que representaron el 79,22% del total de activos para julio de 2018 (79,98% en el año 2017), en donde el rubro de mayor peso fueron los activos financieros a valor razonable con el 33,69% del total de activos (38,53% en diciembre de 2017) que corresponde a cartera adquirida a concesionarios de vehículos para su posterior venta a diferentes instituciones financieras. A esta cuenta le sigue el efectivo y equivalentes de efectivo y las inversiones con el 24,02% y 15,20% del total de activos (19,81% y 13,08% en el año 2017)

Los activos no corrientes, por su parte mantuvieron una menor representación sobre el total de activos, pues a julio de 2018 significaron el 20,78% (20,02% en el año 2017), mismos que estuvieron conformados principalmente por propiedad y equipo neto con el 12,05% de los activos totales (12,82% en el año 2017) y cuentas por cobrar relacionadas con el 4,81% (5,24% en el año 2017).

## Pasivos

Los pasivos totales de ORIGINARSA S.A. presentaron una tendencia decreciente hasta el año 2016, pues luego de financiar el 54,99% de los activos en 2014 pasó a un 47,31% al cierre de 2016, lo que obedece a la cancelación de sus obligaciones financieras de largo plazo. Para el cierre de 2017, éstos crecieron, llegando a financiar un 45,24% de los activos, debido al incremento en sus obligaciones financieras no corrientes, y el aumento de provisiones. Para julio de 2018, los pasivos totales financiaron el 44,51% de los activos totales.

En lo que respecta a su estructura, los pasivos totales estuvieron conformados principalmente por aquellos de tipo corriente entre los periodos 2014-2017, no obstante, su participación fue decreciendo. Es así que, en 2017, el pasivo corriente alcanzó un financiamiento del 29,05% de los activos totales (20,22% en julio de 2018), siendo la cuenta más representativa, la cuenta por pagar a proveedores, pues financió el 15,69% del total de activos (14,85% en julio de 2018).

Los pasivos de largo plazo, financiaron en menor proporción al total de activos, pues a diciembre de 2017, lo hicieron en un 16,19% (24,29% en julio de 2018), el cual estuvo representado mayormente por obligaciones financieras, pues financiaron el 7,50% de los activos (5,62% en julio de 2018). En julio de 2018, toman relevancia las provisiones, ya que financiaron el 13,25% de los activos.

## Patrimonio

El patrimonio de la compañía presentó una tendencia creciente durante los periodos analizados, es así que pasó de financiar el 45,01% de los activos en 2014 a un interesante 54,76% de los activos en diciembre de 2017 y un 55,49% en julio de 2018, como efecto del aumento de sus resultados acumulados y el registro de aportes para futuras capitalizaciones en el año 2017.

El capital social fue aumentado en una sola oportunidad durante el periodo analizado, pues de USD 0,40 millones en 2014 pasó a USD 0,60 millones en 2015 y se mantuvo sin variación hasta julio 2018, en donde financió el 4,77% de los activos (5,19% en diciembre de 2017), lo que determina que en el corto plazo los accionistas de la compañía deberían pensar en inyectar recursos frescos, dada la creciente actividad de la operación.

La cuenta más representativa dentro del patrimonio a lo largo del periodo analizado fue resultados acumulados, que a diciembre de 2017 significaron el 37,92% de los activos, mientras que a julio de 2018 representaron el 43,46% del total de activos. A esta le sigue la utilidad del ejercicio con una representación del 9,35% y 5,14% en ese mismo orden.

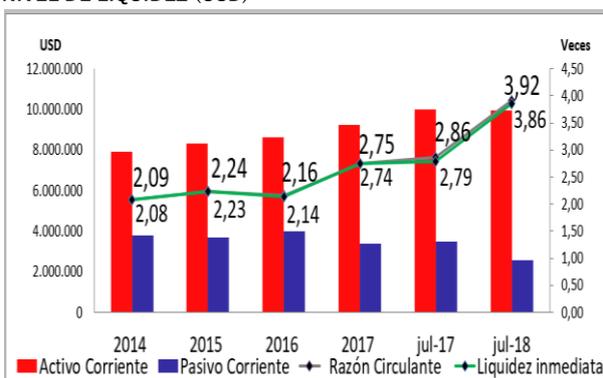
## Flexibilidad Financiera

ORIGINARSA S.A. para todos los ejercicios económicos analizados presenta indicadores de liquidez (razón circulante y liquidez inmediata) superiores a la unidad, lo cual ratifica un adecuado manejo del capital de trabajo, al mantener al mínimo recursos líquidos improductivos.

CUADRO 30, GRÁFICO 14: NIVEL DE LIQUIDEZ (USD)

Cuenta / Indicador	2014	2015	2016	2017
Activo Corriente	7.893.000	8.297.000	8.628.996	9.253.615
Pasivo Corriente	3.781.000	3.711.000	3.998.352	3.360.624
Razón Circulante (veces)	2,09	2,24	2,16	2,75
Liquidez Inmediata (veces)	2,08	2,23	2,14	2,74

Cuenta / Indicador	jul-17	jul-18
Activo Corriente	9.990.666	9.969.405
Pasivo Corriente	3.488.926	2.545.014
Razón Circulante (veces)	2,86	3,92
Liquidez Inmediata (veces)	2,79	3,86



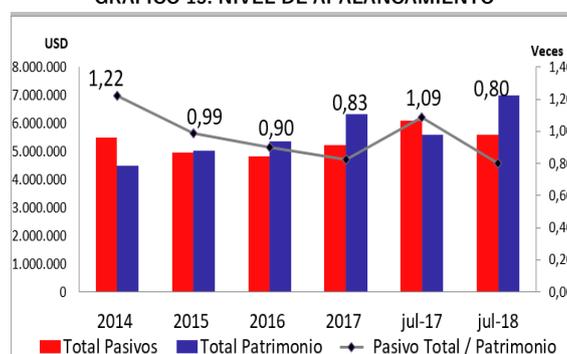
Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

El capital de trabajo de la compañía registró valores positivos durante todo el periodo analizado, es así que a diciembre de 2017 alcanzó una suma de USD 5,89 millones que representó un importante 50,93% de los activos, mientras que en julio de 2018 creció a USD 7,42 millones y significó el 59,00% de los activos, lo que es un indicativo de que la empresa cuenta con recursos de corto plazo suficientes para hacer frente a sus obligaciones del mismo tipo.

### Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El apalancamiento de la compañía se presenta relativamente estable (excepto en el año 2014 y julio 2017), pero a la baja durante el periodo analizado, producto del fortalecimiento del patrimonio año tras año, demostrando que la compañía ha venido financiando sus operaciones con recursos propios.

GRÁFICO 15: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

El indicador que relaciona al Pasivo total con el EBITDA (anualizado), demuestra que la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones en 2,87 años al término de julio 2018. Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 0,43 años en julio de 2018 (0,62 años en el año 2017).

### Contingentes

De acuerdo a información reportada por ORIGINARSA S.A., al 31 de julio de 2018 la empresa no registra contingentes que generen un riesgo adicional para la empresa.

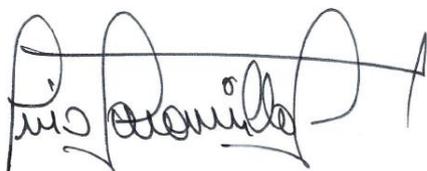
## **Liquidez de los instrumentos**

### **Situación del Mercado Bursátil<sup>46</sup>**

Durante julio de 2018, el Mercado de Valores autorizó 27 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 9 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 18 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 164,80 millones, valor que representó 39,87% del monto total de emisiones autorizadas.

Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 55,53% y las acciones el 1,21% del total aprobado hasta el 31 de julio de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 413,31 millones hasta julio de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 64,24%, comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas con el 18,94%.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA  
**GERENTE GENERAL**



Econ. Juan Fernando Espinoza  
**Analista**

<sup>46</sup> <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo>

**ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)**

Cuenta	2014	2015	2016	jul-17	2017	jul-18
<b>ACTIVO</b>						
Efectivo y equivalentes de efectivo	965.000	1.637.000	1.707.693	1.999.181	2.292.131	3.022.568
Cuentas por cobrar	650.000	1.111.000	873.930	1.371.447	935.494	651.533
Activos financieros a valor razonable	4.898.000	3.199.000	3.968.282	4.868.564	4.457.920	4.239.235
Inversiones	1.291.000	2.227.000	1.976.721	1.479.160	1.513.238	1.913.398
Impuestos y pagos por anticipado	89.000	123.000	102.370	272.314	54.832	142.671
<b>Total Activo Corrientes</b>	<b>7.893.000</b>	<b>8.297.000</b>	<b>8.628.996</b>	<b>9.990.666</b>	<b>9.253.615</b>	<b>9.969.405</b>
Propiedad y equipo neto	1.632.000	1.597.000	1.506.290	1.484.693	1.482.799	1.516.989
Otros Activos no Corrientes	480.000	60.000	27.377	201.751	833.437	1.098.045
<b>Total Activo No Corrientes</b>	<b>2.112.000</b>	<b>1.657.000</b>	<b>1.533.667</b>	<b>1.686.444</b>	<b>2.316.236</b>	<b>2.615.034</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>10.005.000</b>	<b>9.954.000</b>	<b>10.162.663</b>	<b>11.677.110</b>	<b>11.569.851</b>	<b>12.584.439</b>
<b>PASIVOS</b>						
Obligaciones financieras	728.000	1.186.000	400.000	131.719	269.896	129.701
Cuentas por pagar proveedores	1.573.000	1.075.000	2.332.747	2.321.621	1.815.148	1.868.782
Otros Pasivos Corrientes	1.480.000	1.450.000	1.265.605	1.035.586	1.275.580	546.531
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>3.781.000</b>	<b>3.711.000</b>	<b>3.998.352</b>	<b>3.488.926</b>	<b>3.360.624</b>	<b>2.545.014</b>
Obligaciones financieras	500.000	-	-	626.249	867.351	706.675
Provisiones	956.000	961.000	550.836	1.523.423	723.320	1.667.426
Beneficios a empleados y otros pasivos	265.000	273.000	258.884	446.594	282.379	682.256
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>1.721.000</b>	<b>1.234.000</b>	<b>809.720</b>	<b>2.596.266</b>	<b>1.873.050</b>	<b>3.056.357</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>1.228.000</b>	<b>1.186.000</b>	<b>400.000</b>	<b>757.968</b>	<b>1.137.247</b>	<b>836.376</b>
Deuda Financiera C/P	728.000	1.186.000	400.000	131.719	269.896	129.701
Deuda Financiera L/P	500.000	-	-	626.249	867.351	706.675
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>5.502.000</b>	<b>4.945.000</b>	<b>4.808.072</b>	<b>6.085.192</b>	<b>5.233.674</b>	<b>5.601.371</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital Social	400.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000
Reservas	200.000	200.000	300.000	300.000	300.000	300.000
Resultados acumulados	2.615.000	3.263.000	4.034.088	4.386.932	4.387.534	5.469.238
Resultados adopción primera vez NIIF	(169.000)	(332.000)	(332.762)	(332.762)	(332.762)	(332.762)
Aportes para futuras capitalizaciones	-	-	-	-	300.000	300.000
Utilidad o Pérdida del Ejercicio	1.457.000	1.278.000	753.265	637.748	1.081.405	646.592
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>4.503.000</b>	<b>5.009.000</b>	<b>5.354.591</b>	<b>5.591.918</b>	<b>6.336.177</b>	<b>6.983.068</b>

Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

**ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)**

ESTADO DE RESULTADOS	2014	2015	2016	jul-17	2017	jul-18
<b>Ingresos</b>	<b>6.405.000</b>	<b>5.884.000</b>	<b>4.850.762</b>	<b>2.881.928</b>	<b>5.356.472</b>	<b>3.560.214</b>
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>6.405.000</b>	<b>5.884.000</b>	<b>4.850.762</b>	<b>2.881.928</b>	<b>5.356.472</b>	<b>3.560.214</b>
TOTAL GASTOS	4.416.000	4.065.000	3.786.475	2.073.389	3.875.475	2.644.158
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>1.989.000</b>	<b>1.819.000</b>	<b>1.064.287</b>	<b>808.539</b>	<b>1.480.997</b>	<b>916.056</b>
Gastos Financieros	81.000	140.000	77.985	41.899	78.400	53.803
<b>UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS.</b>	<b>1.908.000</b>	<b>1.679.000</b>	<b>986.302</b>	<b>766.640</b>	<b>1.402.597</b>	<b>862.253</b>
Impuesto a la Renta (menos)	451.000	401.000	233.037	128.894	321.192	215.661
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>1.457.000</b>	<b>1.278.000</b>	<b>753.265</b>	<b>637.747</b>	<b>1.081.405</b>	<b>646.592</b>

Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

**ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS**

Razón Financiera	2014	2015	2016	jul-17	2017	jul-18
Gastos Operacionales / Ingresos	68,95%	69,09%	78,06%	71,94%	72,35%	74,27%
Utilidad Operacional / Ingresos	31,05%	30,91%	21,94%	28,06%	27,65%	25,73%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	22,75%	21,72%	15,53%	22,13%	20,19%	18,16%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	136,51%	142,33%	141,29%	126,78%	136,95%	141,67%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	5,56%	10,95%	10,35%	6,57%	7,25%	8,32%
<b>Rentabilidad</b>						
Rentabilidad sobre Patrimonio	32,36%	25,51%	14,07%	11,40%	17,07%	9,26%
Rentabilidad sobre Activos	14,56%	12,84%	7,41%	5,46%	9,35%	5,14%
<b>Liquidez</b>						
Razón Circulante	2,09	2,24	2,16	2,86	2,75	3,92
Liquidez Inmediata	2,08	2,23	2,14	2,79	2,74	3,86
Capital de Trabajo	4.112.000	4.586.000	4.630.644	6.501.740	5.892.991	7.424.391
Capital de Trabajo / Activos Totales	41,10%	46,07%	45,57%	55,68%	50,93%	59,00%
<b>Cobertura</b>						
EBITDA	2.457.000	2.270.000	1.331.897	1.011.686	1.824.814	1.138.301
EBITDA (anualizado)	2.457.000	2.270.000	1.331.897	1.734.319	1.824.814	1.951.429
Ingresos	6.405.000	5.884.000	4.850.762	2.881.928	5.356.472	3.560.214
Gastos Financieros	81.000	140.000	77.985	41.899	78.400	53.803
EBITDA / Ingresos	38,36%	38,58%	27,46%	35,10%	34,07%	31,97%
EBITDA/Gastos Financieros	30,33	16,21	17,08	24,15	23,28	21,16
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	1,62	1,53	2,66	1,07	1,30	1,10
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	1,70	36,61	380,00	83,45	17,76	20,28
Gastos de Capital / Depreciación	11,13	0,40	0,04	0,31	1,07	1,37
<b>Solvencia</b>						
Pasivo Total / Patrimonio	1,22	0,99	0,90	1,09	0,83	0,80
Activo Total / Capital Social	25,01	16,59	16,94	19,46	19,28	20,97
Pasivo Total / Capital Social	13,76	8,24	8,01	10,14	8,72	9,34
Capital Social / Activo Total	4,00%	6,03%	5,90%	5,14%	5,19%	4,77%
Deuda Financiera / Patrimonio	27,27%	23,68%	7,47%	13,55%	17,95%	11,98%
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	0,50	0,52	0,30	0,44	0,62	0,43
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	2,24	2,18	3,61	3,51	2,87	2,87
Pasivo Total / Activo Total	54,99%	49,68%	47,31%	52,11%	45,24%	44,51%
<b>Solidez</b>						
Patrimonio Total / Activo Total	45,01%	50,32%	52,69%	47,89%	54,76%	55,49%

Fuente: ORIGINARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

**ANEXO IV: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA "17-sep-2018" (USD)**

CUENTA	17-sep-18
<b>ACTIVOS</b>	<b>4.457.977,00</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>4.457.977,00</b>
Efectivo y equivalentes	230.095,37
Activos Financieros	4.227.881,63
<b>PATRIMONIO</b>	<b>4.457.977,00</b>
Aporte en Especies	4.284.227,00
Aportes en Efectivo	173.750,00

Fuente: FIDUAMERICAS S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS / Elaboración: Class International Rating