

# FONDO DE TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES RICORP TITULARIZADORA TORRE SOLE BLÚ UNO

## Informe de mantenimiento de clasificación de riesgo

Sesión Ordinaria: N° 60262019 del 16 de abril de 2019.

Fecha de ratificación: 30 de abril de 2019

Información financiera auditada a diciembre 2018

**Contactos:** Marco Orantes Mancía  
Jorge Chaves Villalta

Analista Financiero  
Sub Gerente General

[morantes@scresgo.com](mailto:morantes@scresgo.com)  
[jchaves@scresgo.com](mailto:jchaves@scresgo.com)

El presente informe corresponde al análisis de la emisión con cargo al Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora Torre Sole Blú Uno (FTIRTBLÚ), con información financiera auditada al 31 de diciembre 2018.

Con base en esta información, se otorgó la siguiente clasificación de riesgo:

### 1. CLASIFICACIÓN DE RIESGO

Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora Torre Sole Blú 1				
Emisión	Anterior		Actual	
	Clasificación	Perspectiva	Clasificación	Perspectiva
VRTBLÚ 1	Nivel 2 (SLV)	Estable	Nivel 2 (SLV)	Estable

La clasificación no varió respecto a la anterior

#### Explicación de la calificación otorgada:

**Nivel 2:** Acciones que presentan una muy buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor, y volatilidad de sus retornos.

**Perspectiva Estable:** Se percibe una baja probabilidad de que la calificación varíe en el mediano plazo.

**(SLV):** Indicativo de país para las clasificaciones que SCRiesgo otorga en El Salvador. El indicativo no forma parte de la escala de clasificación en El Salvador. La escala utilizada por la Clasificadora está en estricto apego a la Ley del Mercado de Valores y a las Normas técnicas sobre las Obligaciones para las Sociedades Clasificadoras de Riesgo.

Las categorías de la clasificación de riesgo para valores de participación son basadas en el Art.8 de la -NRP-07- Normas Técnicas sobre Obligaciones de Las Sociedades Clasificadoras de Riesgo y establecidas de acuerdo con lo

estipulado en el artículo 95-C, de la Ley del Mercado de Valores.

### 2. FUNDAMENTOS

#### Fortalezas

- La estructura legal del Fondo y las características del activo subyacente le brindan respaldo a la emisión. La separación del activo de los riesgos del Originador le aportan seguridad jurídica.
- El patrimonio aislado del Originador preserva el capital, dándole soporte a la estructura para entregarle un rendimiento al inversionista de acuerdo con los términos estipulados en la emisión.
- El riesgo de construcción está supeditado a potenciales compromisos excesivos en gastos de capital futuro. No obstante, están parcialmente mitigados en virtud que el Originador se obliga a aportar a favor del Fondo recursos en efectivo adicionales que permitan cubrir incrementos repentinos en los costos de construcción.
- El proyecto de construcción está contratado bajo la modalidad de precio definido y la compañía constructora aportará el respaldo financiero para su cumplimiento según contrato de construcción.
- Estratégica ubicación geográfica del proyecto, le brinda oportunidades de venta acelerada, reduciendo los efectos de un mercado competido y relativamente pequeño.
- Capacidad de expansión futura debido a que el Originador posee un inventario suficiente de terrenos

*“La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes.”*

<sup>1</sup> El detalle de toda la escala de calificación que utiliza la Clasificadora podrá ser consultado en nuestra página [www.scresgo.com](http://www.scresgo.com)

en el área de influencia directa donde se desarrolla el proyecto.

- El Originador ha mostrado tener facilidad de acceso a capital de inversión, que durante periodos y condiciones de mercado difícil puede ser un diferenciador para el cumplimiento de objetivos.
- El riesgo por compromisos futuros de capital es limitado, debido a la escala del proyecto.
- Ponderan en favor del Fondo, el diseño del proyecto, experiencia del Originador, Sociedad Titularizadora, empresa constructora, supervisora y comercializadora del proyecto.

## Retos

- El apalancamiento bancario de la transacción que se generará posterior a la emisión de los Valores de Titularización.
- El retraso en el proceso de preventa o que se realice en etapas más prolongadas de las previstas, puede ocasionar que el proyecto quede expuesto a cambios adversos en las condiciones de mercado.
- Ser el primer proyecto para vivienda de tipo vertical construido por la empresa constructora; no obstante, se reconoce la experiencia de la entidad en construcciones de mucha más altura, incluso más complejas.
- Mantener una estructura financiera óptima para el desarrollo del proyecto, durante la vida de la emisión.
- Gestionar adecuadamente los atrasos inesperados durante la fase de construcción y comercialización.
- El valor de las participaciones está supeditado a los rendimientos esperados del proyecto. Por consiguiente, la estrategia comercial en momentos que la economía muestra una fase de lento crecimiento será clave para alcanzar los rendimientos esperados.

## Oportunidades

- El mercado de vivienda de tipo vertical en crecimiento, impulsado por un incremento en la demanda, lo cual genera oportunidades de negocios al proyecto.
- Atractivo diseño, áreas comunes de desarrollo,

ubicación estratégica, precio y espacio de los apartamentos, son factores claves para la estrategia de mercadotecnia.

## Amenazas

- Contexto económico nacional de lento crecimiento.
- Elevado nivel de competitividad reflejo de otros desarrollos inmobiliarios que presentan características similares.
- Incrementos en los costos de materiales de construcción puede presionar los márgenes y dificultar la capacidad de traslado a los precios de venta dado los niveles altos de competitividad.
- Los riesgos más importantes del proyecto residen en una contracción de la demanda originada por factores externos. Lo anterior, puede propiciar una caída de los precios como consecuencia directa de una sobreoferta en el mercado objetivo de Sole Blû; llevando a retrasos en los procesos de ventas.
- Cambios en el marco regulatorio podrían dificultar el ambiente operativo y negocios.
- La desaceleración del flujo migratorio hacia EEUU y una eventual caída en el monto de remesas enviadas al país, podría afectar la actividad económica.

Modificaciones en la clasificación podrían derivarse del cumplimiento de cifras proyectadas según avance del proyecto.

## 3. RESUMEN DE LA EMISIÓN

El Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora Sole Blû Uno, en adelante (el Fondo o FTIRTBLÛ 1) es creado con el propósito específico de desarrollar el proyecto habitacional de una torre de apartamentos para su comercialización y venta, entre otros, y por consiguiente generar rentabilidad a través de dividendos a los tenedores de los valores de Titularización que se emitan con cargo del mismo.

Inversiones, S.A. de C.V. en adelante (Originador o INSA); utilizará el vehículo de la titularización para construir un moderno complejo habitacional de tipo vertical, el cual se favorece de tener una ubicación geográfica estratégica de alta demanda y de plusvalía, permitiendo a INSA la

expansión de la franquicia Sole Blû, en virtud de la cercanía con otros terrenos propiedad de la misma. Sole Blû, se construye en el municipio de San Salvador, donde su aspecto diferenciador más relevante es estar ubicado en una zona que conecta con los principales boulevares del país, brindando un atractivo importante a su mercado objetivo. La construcción se desarrollará en un terreno de 3,605.22 mts<sup>2</sup>, (5,158.35 V<sup>2</sup>); que converge en un área de negocios comerciales, financieros, centros de estudio, restaurante y buen acceso vehicular.

El Fondo está integrado con el Inmueble para el desarrollo del proyecto de construcción Sole Blû 1, el cual consiste en un edificio de once niveles, áreas recreativas, parqueos, jardines y logística de vigilancia. Inversiones, S.A. de C.V. transfirió a Ricorp Titularizadora, S.A. a favor del Fondo de Titularización el terreno, planos y diseño a través de contrato de permuta. Los flujos que soportan la emisión y que servirán para el pago de los dividendos a los inversionistas provendrán de la venta de los apartamentos, la cual se espera esté concluida en su totalidad en los primeros dieciocho meses contados a partir del inicio del proyecto. El pago de dividendos de los valores de titularización (títulos de participación), estará respaldado por el patrimonio del Fondo, sirviéndose de la adquisición del inmueble que servirá para el desarrollo del proyecto de construcción Sole Blû.

La transacción es una emisión de títulos de participación con garantía inmobiliaria. El inmueble ha sido evaluado por Peritos Valuadores Vappor, S.A. de C.V. inscrito en el Registro Público Bursátil bajo el asiento PV-027732015.

<b>Valores de Titularización – Títulos de Participación con cargo al Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora Torre Sole Blû</b>	
Emisor y estructurador:	Ricorp Titularizadora, S.A.
Originador:	Inversiones, S.A. de C.V (INSA)
Custodia-Depósito:	Anotaciones electrónicas depositadas en los registros electrónicos de CEDEVAL, S.A. de C.V.
Monto:	US\$3,000,000.00
Valores:	Hasta por 300 valores
Series	Al menos dos
Plazo:	De hasta tres años.
Activos subyacentes:	El pago de Dividendos de los Valores de Titularización – Títulos de Participación, estará respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTIRTBLÛ 1, sirviéndose

	de la adquisición del inmueble que servirá para el desarrollo del proyecto de construcción de Sole Blû su venta, permuta, entre otros.
Valor de las anotaciones electrónicas:	Diez mil dólares de los Estados Unidos de América.
Pago:	Fondo de Titularización, pagará dividendos al final de cada mes.
Uso de fondos:	Los fondos que se obtengan por la negociación de la emisión serán invertidos por el Fondo de Titularización para capital de trabajo.
Fecha de colocación	05 de julio de 2018

## 4. CONTEXTO ECONÓMICO

### 4.1 Análisis de la Plaza Local

El Salvador continúa realizando esfuerzos por dinamizar el crecimiento económico. Las expectativas favorables de expansión para EE. UU., la ampliación y establecimiento de nuevas relaciones con mercados desarrollados y la simplificación de trámites fronterizos y para hacer negocios, podrían generar una mayor diversificación de mercados, incremento de la inversión y del financiamiento. Factores como las afectaciones al sector agrícola derivadas del cambio climático (sequías y depresiones tropicales); la problemática social, el endurecimiento de políticas migratorias y la tendencia al alza en las tasas de interés internacionales, constituyen los principales riesgos para el logro de los objetivos propuestos.

En el ámbito político, en el mes de febrero del presente año se llevaron a cabo las elecciones presidenciales, cuyo resultado favoreció al candidato Nayib Bukele, quien emergió como una tercera opción y logró aglutinar más del 50% del total de votantes, resultado que le ubicó como el nuevo presidente electo de El Salvador para los próximos cinco años.

En años pasados la polarización política ha sido factor crítico para concretar acuerdos que permitan efectuar cambios estructurales, agilizar la aprobación del presupuesto y contratar deuda. En opinión de SCRiesgo, aún persiste un nivel de incertidumbre para lograr consensos que permitan agilizar el desarrollo del nuevo Plan de Gobierno que empezará a ejecutarse a partir del próximo 01 de junio 2019.

El país ha tenido avances positivos en la clasificación de riesgo soberano desde la degradación en su escala más baja experimentada en abril 2017 por las clasificadoras de riesgo internacional. Durante el 2018, Standard and Poor's mejoró su calificación CCC+ perspectiva estable a B- con perspectiva estable, mientras que Moody's otorgó la calificación de B3 con perspectiva estable desde Caa1 en febrero 2018. Se esperará que los flujos de inversión extranjera directa aumenten en la medida que la calificación avance y las condiciones de la economía mejoren.

#### 4.1 Producción nacional

El crecimiento económico de El Salvador se ubicó en 2.1% al cuarto trimestre de 2018, explicado por una mejora en la capacidad de formación bruta de capital fijo, expansión de la demanda interna y una mayor demanda de exportaciones. Según datos preliminares del Banco Central de Reserva (BCR), el Producto Interno Bruto (PIB) presentó un crecimiento promedio del 2.5% al finalizar 2018, favorecido principalmente por una mayor demanda interna y crecientes flujos derivados de remesas.

Actividades de explotación de minas y canteras (7.8%), actividades de servicios administrativos y apoyo (5.2%), información y comunicaciones (4.8%) y actividades financieras y de seguros (4.1%); fueron los sectores con mayor dinamismo.

#### 4.2 Finanzas Públicas

El déficit fiscal que al 31 de diciembre del 2018 alcanzó un 2.5% del PIB, ha mostrado una tendencia a la baja, favorecido por la reforma de pensiones y a la disminución en los subsidios. El cambio realizado en materia de pensiones ha aliviado temporalmente la presión financiera que la deuda previsional provocaba sobre el presupuesto nacional.

El saldo de la deuda pública total fue de US\$18,974.7 millones a diciembre 2018, dicho monto exhibió un crecimiento interanual del 3.3%, equivalente a US\$602.0 millones, representado cerca del 72.8% del PIB. El creciente endeudamiento es explicado por las dificultades para reducir las necesidades de financiamiento por parte del Gobierno.

#### 4.3 Comercio Exterior

Las exportaciones registraron un saldo de US\$5,904.7 millones a diciembre 2018, reflejando un crecimiento del

2.5% (US\$144.6 millones) sobre el monto alcanzado en diciembre 2017, principalmente impulsadas por las actividades de exportación de minas y canteras (18.9%) e industria manufacturera de maquila (6.8%). Por otra parte las actividades que mostraron una desaceleración fueron; suministro de electricidad, gas vapor y aire acondicionado (-67.9%), comercio al por mayor y al por menor (-20.9%) y azúcar de caña (-19.1%).

Al término de diciembre 2018, las importaciones alcanzaron US\$11,829.8 millones, con un crecimiento de 11.7% (US\$1,236.9 millones) con respecto a diciembre 2017. Los sectores que mostraron un mayor dinamismo fueron: el suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado (56.7%), agricultura, ganadería y silvicultura (22.2%) e industrias manufactureras (11.0%).

#### 4.4 Inversión Extranjera Directa

El Salvador continúa captando la inversión extranjera directa (IED) más baja de Centroamérica. De acuerdo con datos preliminares del BCR, la IED acumuló un valor neto de US\$839.6 millones al finalizar diciembre 2018, US\$49.6 millones menos que lo reflejado en igual periodo del año pasado y lo que representa una contracción del 5.6%.

Los mayores crecimientos en el flujo se observan en los sectores: agropecuario (35.9%), industrias manufactureras (28.6%) y otros sectores (36.4%). Las desmejoras más fuertes se presentaron en los sectores de información y telecomunicaciones (158.1%) y actividades financieras y de seguros (66.5%). Los países de origen de los mayores flujos de inversión extranjera directa son Estados Unidos (US\$334.7 millones); Panamá (US\$183.3 millones) y Guatemala (US\$130.0 millones).

#### 4.5 Remesas Familiares

El dinamismo mostrado en el flujo de remesas familiares desde el 2017, podría ser explicado por la estrategia de ahorro de los salvadoreños radicados en el exterior con riesgo de ser deportados de Estados Unidos ante la incertidumbre de la cancelación del TPS (estatus de protección temporal). Según datos publicados por el BCR a diciembre 2018, la tasa de crecimiento de las remesas familiares fue del 8.1%, acumulando US\$5,390.8 millones, cifra superior en US\$405.4 millones a la registrada en el periodo anterior.

## 4.6 Inflación

La inflación medida por las variaciones en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) se ubicó en 0.4% al cierre de diciembre de 2018. Entre los rubros en los que se observan disminuciones destacan: prendas de vestir y calzado (-1.7%); muebles y artículos para el hogar (-1.1%) y transporte (-1.0%). Por otro lado, los rubros con aumento de precios fueron principalmente; alojamiento, agua, electricidad y combustibles (3.0%); restaurantes y hoteles (1.8%) y bebidas alcohólicas y tabaco (1.5%).

## 5. SECTOR INMOBILIARIO

Luego de la pasada crisis económica mundial, el ambiente operativo del sector se mostró incierto, determinado por una relativa falta de liquidez, restricción crediticia, incertidumbre por la transición de un nuevo gobierno en El Salvador y una desaceleración del ciclo económico. En este sentido, varios proyectos de oficinas, residenciales, hoteleros y de centros comerciales fueron suspendidos momentáneamente. A partir del 2016, el sector inmobiliario se ha mostrado dinámico con la reanudación de algunos proyectos y el surgimiento de otros nuevos, muchos de ellos mostrando características similares en cuanto al servicio que prestarán y el concepto de centros de oficinas integrados.

El sector inmobiliario se correlaciona con el sector comercio y consumo, estos últimos muestran un importante grado de sensibilidad ante cambios en el entorno. SCRiesgo considera que el primero podría enfrentar amenazas más inmediatas en algunos subsegmentos comerciales, debido a que presentan un perfil más riesgoso que otros. Mientras que el segundo, puede ser impactado por una disminución en las remesas familiares.

Asimismo, reflejo de un mercado relativamente pequeño y el poco dinamismo de la economía, el sector podría mostrar altos niveles de competitividad, efecto que puede incrementar los niveles de desocupación en algunos participantes del sector. En este sentido, los proyectos inmobiliarios que presenten un nivel de mayor diversificación de sus servicios podrían ser más capaces de mitigar los efectos en la fase baja del ciclo económico que se presenta actualmente.

La alta competitividad puede generar condiciones que conduzcan a reducir el precio promedio en el valor de los arrendamientos, aunque no existen antecedentes recientes

de disminuciones de precios en dichos servicios dentro del sector.

Cabe señalar que dichos proyectos (inmobiliarios) revisten un importante valor estratégico para incrementar el posicionamiento de El Salvador en la región (excluye Panamá), para atraer inversión extranjera. No obstante, esta explosión inmobiliaria se genera en medio de un contexto económico de lento crecimiento, período electoral, alta polarización política, y altos índices de criminalidad, lo cual, podría dificultar el ambiente operativo y de negocios en el país frente a sus pares de la región. SCRiesgo considera que recuperar la inversión privada y extranjera será necesaria para mejorar las condiciones del sector y mantener los niveles de ocupación de dichos productos en niveles eficientes.

## 6. SOCIEDAD TITULARIZADORA

La Ley de Titularización de Activos aprobada por la Asamblea Legislativa en el año 2007, regula las operaciones que se realizan en el proceso de titularización de activos, a las personas que participan en dicho proceso y a los valores emitidos en el mismo. En tal contexto, RICORP Titularizadora, S. A. recibió la autorización por parte de la Superintendencia el 28 de julio de 2011 en sesión No. CD-15/2011. Por su parte, el inicio de operaciones fue autorizado en sesión No. CD-12/2011 celebrada en fecha siete de diciembre de 2011.

Como sociedad titularizadora autorizada por el regulador local para constituir, integrar y administrar fondos de titularización y emitir valores con cargo a dichos fondos, la compañía realiza sus procesos empresariales mediante las actividades, estudios de factibilidad de titularización, titularización, colocación y administración de las emisiones.

La Titularizadora tiene una amplia experiencia, administrando fondos de titularización de flujos futuros dentro del mercado de valores. Dado que el mercado de Fondos de Titularización es reciente, la Titularizadora cuenta con poca experiencia gestionando estructuras de este tipo. No obstante, cuenta con un equipo con ejecutivos de gran experiencia en el sector inmobiliario.

La Junta Directiva está integrada por siete miembros titulares, con igual número de suplentes. A la fecha, la regulación local no exige el nombramiento de miembros independientes. Debido a su naturaleza regulada y supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF), las políticas de gobernanza corporativa están bien definidas y autorizadas por la alta administración. Las políticas de gobierno corporativo han sido continuamente

actualizadas y están acompañadas por políticas de ética y conducta, de manera que el perfil de RICORP en la gestión de la emisión es neutral en la clasificación otorgada.

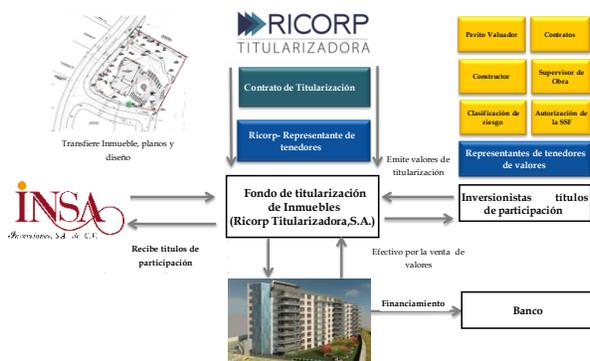
Los miembros de Junta Directiva y el equipo gerencial cuentan con experiencia amplia, tanto en el sector financiero, mercado de valores, como en la titularización de activos. Lo anterior, ha generado condiciones para avanzar con las estrategias establecidas. Cabe señalar, que la Titularizadora, ya gestiona varias transacciones importantes en el mercado de valores. En este sentido, las prácticas corporativas de Ricorp Titularizadora, S.A. son adecuadas y su cultura empresarial es definida acorde a sus buenas prácticas. Pertenece a un grupo de amplia trayectoria y experiencia en el mercado financiero y de valores local.

Como parte de la estructura de gobierno corporativo, dispone de diversos comités que permiten dar seguimiento periódico a áreas como:

- La administración integral de riesgos por medio de un Comité de riesgos, que incluye la identificación, evaluación, medición y mitigación de los riesgos.
- El cumplimiento de políticas de ética y conducta por medio de un Comité de ética y conducta.
- La verificación del control interno y cumplimiento de la sociedad por medio de un Comité de auditoría.
- La gestión integral del riesgo de lavado de dinero a través de un Comité de prevención de lavado de dinero.

## 7. PROCESO DE TITULARIZACIÓN

La estructura de la emisión se presenta a continuación:



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

## Descripción de la transacción

El Fondo de Titularización es constituido con el propósito específico de desarrollar el proyecto de construcción Sole Blû para su comercialización y venta. Este generará rendimientos que serán distribuidos a prorrata como dividendos entre títulos de participación. El pago de dividendos de los valores de titularización estará respaldado por el patrimonio del Fondo, constituido independiente de los patrimonios del Originador y la sociedad Titularizadora.

El patrimonio del Fondo está constituido por el inmueble, contratos, planos y diseño que INSA transfirió al Fondo en estricto apego con la normativa vigente. Una vez el Fondo haya adquirido el inmueble, la Titularizadora colocará los valores de titularización y en pago por la permuta del inmueble dará al Originador sesenta y nueve títulos de participación; dos títulos por permisos y veinticuatro títulos por planos y diseños mediante contrato de cesión de derechos patrimoniales hasta completar un monto por US\$950,000.00. Asimismo, se colocará ciento veinticinco títulos de participación inversionistas con un monto en efectivo de US\$1,250,000.00. En este sentido el valor inicial del Fondo sería de US\$2,200,000.00.

Cabe señalar, que la estructura puede adicionar nuevas series, sin perjuicio de los aportes adicionales y podrán colocarse con cargo al Fondo de Titularización hasta completar el monto de la emisión (US\$3,000,000.00) en los términos acordados en contrato de titularización.

Todo pago se hará por la Titularizadora, con cargo al Fondo, a través de la cuenta de depósito bancaria denominada cuenta discrecional, en cada fecha de pago en el siguiente orden: primero, el pago de deuda tributaria; segundo; pagos a favor de los acreedores bancarios; tercero, las comisiones a la Sociedad Titularizadora; cuarto, el saldo de costos y gastos adeudados a terceros, de conformidad a lo previsto en el contrato de titularización; quinto, constitución de reservas de excedentes, en caso de ser necesario; sexto, pago de dividendos, de conformidad a las definiciones y políticas establecidas en el contrato de titularización.

## Emisión

1. Mediante contrato de permuta a título oneroso el Originador transferirá al Fondo, el inmueble, planos, diseño y permisos, con el objeto de desarrollar el proyecto de construcción para su comercialización y venta.

- Una vez integrado el Fondo, la titularizadora emitirá valores de titularización- títulos de participación- hasta por US\$3.0 millones, a través de la Bolsa de Valores de El Salvador, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
- El pago de dividendos de los valores de titularización estará respaldado por el patrimonio del Fondo.

## Componentes de la estructura

- Originador:** Inversiones, S.A. de C.V.
- Estructurador:** Ricorp Titularizadora, S.A. sociedad autorizada por la SSF, para operar como sociedad titularizadora el trece de octubre de dos mil ocho, de conformidad con la Ley de Titularización de Activos.
- Emisor:** Ricorp Titularizadora, S.A, con cargo al FTIRTBLÛ 1.
- Emisión:** Valores de Titularización – Títulos de Participación con cargo al Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora Torre Sole Blû 1.
- Sociedad de titularización:** Ricorp Titularizadora, S.A.
- Patrimonio de la titularización:** Patrimonio del Fondo de Titularización – títulos de participación con cargo al Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora Torre Sole Blû 1. El Fondo de titularización es creado como un patrimonio independiente del patrimonio del originador.
- Cuenta de Construcción:** Cuenta corriente que será abierta por la Titularizadora a nombre del Fondo y que servirá para recibir los desembolsos bancarios a efectos de cubrir los costos de construcción del Proyecto y para capital de trabajo.
- Cuenta Discrecional:** Cuenta de depósito bancaria abierta por el Fondo de Titularización en los bancos debidamente autorizados para realizar operaciones pasivas.
- Cuentas restringidas:** La titularizadora podrá constituir, en cualquier momento, con cargo al Fondo, cuentas restringidas donde se podrán resguardar fondos como respaldo para el pago de las obligaciones con los acreedores bancarios.
- Límite de endeudamiento:** El Fondo podrá adquirir deuda con acreedores bancarios, hasta un máximo de 100% el valor del patrimonio autónomo al cierre del mes inmediato anterior a la solicitud de desembolso del crédito.

## Contrato de permuta

**Objeto del contrato.** Ricorp Titularizadora, S.A. y la sociedad Inversiones, S.A de C.V. suscribieron este contrato que sirvió para enajenar el activo (inmueble) que integrará el Fondo, realizándose a título oneroso con cargo al mismo, por medio de la Titularizadora. En dicho instrumento se regulan las condiciones especiales relacionadas al objeto del proceso de titularización: a) La obligación de reintegro de los pagos realizados por INSA para la tramitación y obtención de los permisos para la construcción de la Torre Sole Blû Uno, b) La obligación de INSA de suscribir un contrato de cesión de derechos patrimoniales sobre los diseños y planos arquitectónicos que se tienen para el desarrollo del proyecto.

**Títulos de Participación.** Una vez se obtuvo el asiento registral de la emisión se realizó la oferta pública de valores, de conformidad a los artículos diez y once de la Ley de Anotaciones Electrónicas, se realizará la transferencia entre cuentas de los valores de titularización – títulos de participación permutados. El traspaso de estos valores de titularización representados por anotaciones en cuenta se efectuó por medio de transferencia contable, mediante asientos en los registros de la Central de Valores de El Salvador, S.A. de C.V (CEDEVAL).

**Aportes Adicionales.** Si durante la etapa de construcción se determina que el presupuesto de construcción autorizado es insuficiente, debido a un incremento en los costos de construcción Sole Blû, a petición por escrito de la Titularizadora, sustentada en el informe del constructor y la empresa supervisora, el Originador estará obligado a realizar aportes adicionales de cien dólares o múltiplos de cien por cada valor de participación a favor del Fondo en efectivo y recursos adicionales hasta cubrir el monto de los incrementos en los costos de construcción. Según contrato de titularización, INSA contará con un plazo máximo de quince días hábiles a partir del requerimiento hecho por la Titularizadora para hacer efectivo el aporte adicional; que se realizará mediante la emisión de nuevas participaciones.

## Pago de dividendos

El pago de dividendos de los valores de titularización – títulos de participación, estará respaldado por el patrimonio

del Fondo de Titularización FTIRTBLÚ 1, sirviéndose de la adquisición del Inmueble, permisos y planos, que servirán para el desarrollo del proyecto de construcción de Sole Blú para su comercialización y venta.

## Política de dividendos

La Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización, pagará dividendos, según la prelación de pagos establecida en el contrato de titularización y a prorrata del número de títulos de participación, de acuerdo a la siguiente política:

- **Periodicidad de Distribución:** Una vez cancelado el financiamiento bancario en su totalidad, el Fondo de Titularización distribuirá dividendos una vez al mes.
- **Fecha de corte:** Se pagarán los dividendos a los Tenedores de Valores que se encuentren registrados en CEDEVAL tres días hábiles antes de la fecha de pago de los dividendos.
- **Fecha de Pago de los dividendos:** Se pagarán los dividendos tres días hábiles después de la fecha de declaración de dividendos, o el siguiente día hábil.
- **Determinación del monto a distribuir:** Se repartirán los excedentes acumulados con todos los fondos disponibles a la fecha de declaración de dividendos en exceso del uno por ciento del valor del activo neto al cierre del mes anterior, siendo este último el resultante de restar del total del activo, la sumatoria del pasivo menos las cuentas del pasivo denominadas reservas de excedentes anteriores, excedentes del ejercicio y retiros de excedentes. La repartición de dividendos: se podrá ejecutar siempre y cuando: i) No existan atrasos en el pago de cualquier pasivo del Fondo ii) El Fondo de Titularización se encuentre en cumplimiento de las condiciones especiales pactadas con los Acreedores Bancarios.

## Prelación de pagos

Todo pago se hará por la Titularizadora, con cargo al Fondo, a través de la cuenta de depósito bancaria denominada cuenta discrecional, en cada fecha de pago en el siguiente orden:

Primero, el pago de deuda tributaria; segundo, pagos a favor de los acreedores bancarios; tercero, las comisiones a la Sociedad Titularizadora; cuarto, el saldo de costos y gastos adeudados a terceros, de conformidad a lo previsto

en el contrato de titularización; quinto, constitución de reservas de excedentes, en caso de ser necesario; sexto, pago de dividendos, de conformidad a las definiciones y políticas establecidas en el contrato de titularización.

## Procedimiento de redención anticipada

No habrá redención anticipada

## Inembargabilidad

De conformidad al artículo 58 de la Ley de Titularización de Activos, los activos que integran el Fondo de Titularización no podrán ser embargados ni sujetarse a ningún tipo de medida cautelar o preventiva por los acreedores del originador, de la titularizadora, del representante de los tenedores de valores o de los tenedores de valores. No obstante, los acreedores de los tenedores de valores podrán perseguir los derechos y beneficios que a aquéllos les corresponda respecto de los valores de los cuales sean propietarios. Por su parte, los tenedores de valores podrán perseguir el reconocimiento de sus derechos y el cumplimiento de las obligaciones de pago de sus valores en los activos del Fondo de Titularización y en los bienes de la Titularizadora, en el caso contemplado en el artículo 25 de dicha Ley.

## Procedimiento en caso de liquidación

Corresponderá a la sociedad titularizadora y a los representantes de los tenedores de valores emitidos con cargo al Fondo, solicitar a la SSF que declare la procedencia de liquidar el Fondo de Titularización. La solicitud deberá realizarse en la forma establecida en la Ley de Titularización de Activos y en la normativa aplicable.

Se deberá seguir el orden de prelación de pagos detallado en el Art. 70 de la Ley de Titularización de Activos, como sigue:

1. Deuda Tributaria.
2. Obligaciones a favor de tenedores de valores.
3. Otros saldos adeudados a terceros.
4. Comisiones por gestión a favor de la Titularizadora.
5. Cualquier otro excedente se le devolverá al originador.

## Cumplimiento financiero

**Política de liquidez.** El Fondo deberá mantener en todo momento en su cuenta de disponibilidades de efectivo, bancos y cartera de inversiones financieras a plazo menores

a seis meses, un mínimo del 1% por ciento del valor del activo neto.

**Adquisición de deuda.** El Fondo podrá adquirir deuda con acreedores bancarios, pudiendo contabilizar en sus libros un monto máximo al equivalente al 100% del valor del patrimonio autónomo al cierre del mes inmediato anterior a la solicitud de desembolso del crédito. Las modificaciones al porcentaje de endeudamiento requieren de autorización de la Asamblea de Tenedores.

## 8. ORIGINADOR

Fundada en 1962, Inversiones, S.A. de C.V. cuenta con una trayectoria empresarial comprobada y destaca como factor relevante que sus miembros de Junta Directiva tengan una experiencia empresarial diversificada. Lo anterior, ha permitido a sus principales ejecutivos tener la experiencia adecuada para enfrentar con éxito los desafíos preponderantes del entorno económico, político y social. El modelo de negocios de INSA se basa en el desarrollo de inmuebles para la venta, alquiler inmobiliario y el arrendamiento de terrenos. Esta última, tiene como característica principal que sus clientes construyen sus propias instalaciones.

La ubicación estratégica de los terrenos que administra le ha permitido mantener flujos operativos estables y amplios durante los últimos años, favorecido principalmente por sus activos inmobiliarios ubicados en ambos costados de la autopista sur, una de las carreteras con mayor tráfico de San Salvador. INSA posee un inventario suficiente de terrenos en el área de influencia directa donde se desarrolla el proyecto, que le permiten capacidad de expansión futura.

INSA busca diversificar sus opciones de crecimiento y productos, para lo cual pretende utilizar el vehículo de la Titularización de activos, para desarrollar el proyecto Sole Blú 1; mecanismo que le permitirá obtener financiamiento a través del mercado de valores y desarrollar dicho proyecto. Para garantizar la transacción, INSA cederá al Fondo de titularización el inmueble, planos y diseños, durante la vida del Fondo.

Dentro de los proyectos desarrollados por INSA están: colonias de clase media, viviendas para clase media alta, edificios y dentro de sus proyectos recientes Complejo Florencia. La estrategia comercial utilizada por INSA esta respalda por estudios de mercado y de factibilidad técnica económica, acción que refleja el grado de compromiso por parte del Originador para la gestión de sus inversiones. Pondera como factor clave, la capacidad de la Empresa para

continuar expandiéndose debido a la calidad y ubicación geográfica de los terrenos.

### Junta Directiva de Inversiones, S.A. de C.V.

Nombre	Cargo
Ana Cristina Sol	Presidente
Ana Cristina Quiñones Sol	Vicepresidente
Carlos Quitanilla Schmidt	Secretario
Claudia Quiñonez Sol	Primer Director
Luis Escalante Sol	Segundo Director
Remo Bardi	Tercer Director
Francisco Quiñones Avila	Director Suplente
Roberto Abrego	Director Suplente
Francisco Quiñonez Sol	Director Suplente
Chistian Quiñonez Sol	Director Suplente
Ernesto Quiñonez Sol	Director Suplente
Irene Trujillo de López	Director Suplente

En los últimos años, el crecimiento de la Institución ha sido ordenado y ha estado acompañado de la implementación de inteligencia de mercado, alta calidad académica y empresarial en sus puestos direccionales. El desempeño de la actividad económica doméstica pondera como factor de riesgo para el modelo de negocios de INSA, dado la estrecha relación entre el ciclo económico y la sensibilidad de sus principales clientes, a la capacidad de poder adquisitivo de sus diferentes mercados meta a los que estos últimos se dirigen.

## 9. PROYECTO

### Ubicación del proyecto



El inmueble se construye en la colonia San Francisco, avenida los Espliegos y el Pasaje No. 7, en la zona suroeste del municipio de San Salvador. La construcción se

desarrollará en un terreno de 3,605.22 mts<sup>2</sup>, (5,158.35 V<sup>2</sup>) y su ubicación geográfica es considerado un factor positivo, debido a que confluye en un área de negocios comerciales, bancos, restaurantes y centros de estudio (nivel básico y superior), es una de las zonas de San Salvador estratégicamente interconectada, brindándole fácil acceso a zonas de trabajo, transporte público, principales calles y boulevares de la capital, entre estos: los Próceres y Arturo Castellanos.



El acceso a estas autopistas favorece de forma importante la conexión con otras vías principales de comunicación, entre las cuales destacan: el boulevard Monseñor Romero, avenida Jerusalén, paseo general Escalón, Carretera Panamericana y autopista al aeropuerto. Asimismo, conecta con zonas residenciales, comerciales, financieras y centros comerciales.

El proyecto se construirá en una sola fase considerando un tiempo estimado de 12 meses. Una buena parte de las necesidades de capital de trabajo para el desarrollo del proyecto será obtenida de financiamiento bancario (75%) y en menor medida recursos propios (25%) del Fondo.

El desarrollo inmobiliario está dirigido a familias de clase media y media-alta, cuyos ingresos netos estén promediando US\$3,600.00 mensuales (anuales: US\$43,200.00) Adicional, de acuerdo con el estudio de mercado se considera que los apartamentos generan un importante atractivo entre las familias de profesionales jóvenes, que inician carrera profesional y personas en fase de retiro. Lo cual en opinión de los expertos evaluadores constituye el núcleo importante dentro de la demanda de apartamentos de la Torre Sole Blú 1.

La Clasificadora ha efectuado un análisis de los eventuales riesgos que podrían causar que el proyecto inmobiliario no se complete en los tiempos requeridos. Los riesgos de construcción, modificaciones en la estructura de deuda, el

riesgo de retraso, el respaldo de liquidez interna y externa, incremento de las materias primas, los términos del contrato durante las fases de construcción y el contrato de permuta y titularización, son algunos de los aspectos analizados.

Los supuestos en las proyecciones de los ingresos por venta de los apartamentos, están fundamentados mediante los resultados de la investigación de mercado realizada por VIOVAL, S.A. de C.V. Dicho estudio sirvió como base para la estimación de los precios de venta de los apartamentos. El área rentable a vender ascenderá a 7,721 mts<sup>2</sup> y el precio unitario de venta promediará US\$1,409.39 por mts<sup>2</sup>, lo cual producirá ingresos de US\$10.8 millones. Los pagos se gestarán a medida que la construcción avance y los apartamentos se vayan vendiendo.

La inversión total promedia US\$9.8 millones, entre terrenos planos, construcción y capital de trabajo. La construcción principal corresponde a la Torre Sole Blú 1 y constará de 11 niveles incluyendo sótano y lobby. Cada uno de los 9 pisos de apartamentos contará con seis apartamentos del nivel 1 al 8; y 4 en el nivel 9. El proyecto cuenta con todos los permisos ambientales y municipales.

Sole Blú tendrá estacionamientos con capacidad para 122 vehículos, dos para cada propietario de los apartamentos y el resto para visitas. Adicional, contará con áreas de lobby y casilleros a nivel de sótano, áreas de jardín, de recreación, oficina de administración en el primer nivel, salón para eventos, gimnasio, terraza panorámica, accesos exclusivos y adecuada logística de seguridad. De acuerdo con nuestro análisis, el proyecto integra los servicios que permiten generar la intención de compra en el mercado objetivo.

### Empresa constructora

La Empresa constructora es la sociedad INGRAN, S.A. de C.V. La empresa acumula veintiséis años de experiencia y cuenta con una alta diversificación en servicios de construcción. Entre las construcciones desarrolladas se observan: centros educativos, naves industriales, edificios para oficinas de gran altura, comerciales, residenciales, hidráulica y silos de almacenamiento, tanto a nivel nacional como internacional.

INGRAN, S.A. de C.V. Suministrará todos los materiales, equipos para construcción, mano de obra calificada y no calificada todos los equipos indirectos para la realización de las obras, tales como grúas, compresores, torres de iluminación y equipo menor, así como todos los transportes para los equipos.

## Empresa supervisora

Con veinticinco años de experiencia, la empresa supervisora es Jokisch Moreno, en nuestra opinión cuenta con las facultades técnicas, analíticas y profesionales para la ejecución de la supervisión de obra del proyecto. Lo anterior, es evidenciado por la experiencia nacional e internacional comprobada en proyectos similares y de mayor complejidad. La función principal será dar seguimiento técnico continuo, eficiente y el control físico del desarrollo del proyecto.

## Comercialización

Con 41 años de experiencia comercializando proyectos de vivienda de tipo vertical y residencial, la empresa VIOVAL S.A. de C.V. será la encargada de la comercialización de los apartamentos del desarrollo Sole Blú. La empresa cuenta con los recursos técnicos y analíticos para gestar una comercialización adecuada de los apartamentos.

Al finalizar diciembre 2018, se acumuló un nivel de preventas del 60.0%, para un total de 30 apartamentos, se espera que exista una mayor intensidad de la publicidad y la comercialización durante los meses siguientes. De acuerdo con lo proyectado, el 99.2% en preventas se estaría alcanzando en junio 2019 con la adición de 5 apartamentos. Se señala como factor positivo para la aceleración de ventas, que el Fondo obtuvo su apartamento modelo durante el mes de noviembre de 2018.

## Avance del proyecto

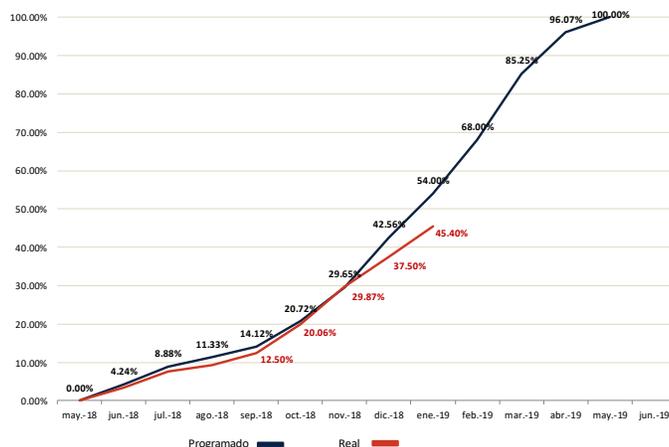
El 01 de junio de 2018, se dio orden de inició para la construcción del Proyecto Sole Blú. El proyecto tiene una duración de 360 días calendario, teniendo como fecha de finalización el 27 de mayo de 2019.

Sole Blú 1 cuenta con una póliza de seguros global contra todo tipo de riesgo con el propósito de asegurar el 100% del valor de la obra al final del proyecto. Dicho seguro fue contratado con Aseguradora Agrícola Comercial S.A (ACSA); y tendrá vigencia del 16 de abril de 2018 al 05 de julio 2019. En este sentido, el Fondo mantiene cobertura del proyecto para todo tiempo de su fase de construcción.

De acuerdo con informe de supervisión, el avance físico-financiero programado a diciembre 2018 reflejó un 37.5% versus el 42.6% de lo programado originándose un 5.05% de retraso, el cual es equivalente a 18 días calendarios. Durante enero 2018, el reporte de los supervisores continúa

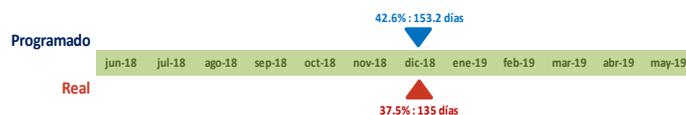
reportando un retraso de 9.2% equivalente a 33 días calendarios, el avance se ubicó en 45.4% versus 54.6% de lo programado. Respecto al tiempo de ejecución el contratista ha entregado 2 órdenes de cambio solicitando extensión de tiempo, una vez sean aprobadas por el Fondo, la nueva fecha de finalización del proyecto podría ser el 21 de junio de 2019.

### Avance Físico Financiero Sole Blú Diciembre 2018



Fuente: Ricorp Titularizadora S.A.

### Avance en días



Fuente: Ricorp Titularizadora S.A.

## 10. ANÁLISIS DEL FONDO

### Antecedentes

El 11 de abril de 2018, en sesión N° JD-07/2018 fue autorizada por Junta Directiva de Ricorp Titularizadora, S.A. la inscripción de la emisión de Valores de Titularización (Títulos de Participación) con cargo al Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora Sole Blú por un monto fijo de hasta US\$3,000,000.00

El 19 de abril de 2018, el Consejo Directivo de la SSF en sesión N° CD-14/2018 autorizó el asiento registral de la emisión en el Registro Especial de emisiones de valores del

Registro Público Bursátil, siendo asentada con el asiento registral N° EM-0006-2018, el 27 de junio de 2018.

El 30 de mayo de 2018, el activo titularizado (terreno), fue transferido al Fondo, mediante contrato de permuta para que este obtenga posición, dominio y demás derechos que le corresponden sobre dicho inmueble. A cambio de dicho inmueble la Titularizadora ha permutado 69 títulos de participación equivalente a un monto de US\$690 mil.

A cierre de junio 2018, el Fondo no había colocado los valores de participación. Dicha colocación se efectuó el día 05 de julio de 2018, con cargo al FTIRTBLU; colocando Ricorp Titularizadora, S.A. la cantidad de US\$2.3 millones.

De esta manera el patrimonio del Fondo está constituido por el inmueble, contratos, planos que el originador ha transferido al Fondo en estricto apego con la normativa vigente. La Emisión cuenta con las siguientes series: Serie A: por doscientos mil cuarenta dólares (US\$240 mil) adquirida en efectivo por el Originador. Serie B: por US\$2.01 millones de los cuales seiscientos noventa mil (US\$690 mil) fueron por el terreno y doscientos sesenta mil (US\$260 mil) en planos y diseños.

Dicha estructura puede adicionar nuevas series, sin perjuicio de los aportes adicionales y podrán colocarse con cargo al Fondo hasta completar el monto de la emisión (US\$3,000,000.00); en los términos acordados en contrato de titularización.

### Estructura financiera del Fondo

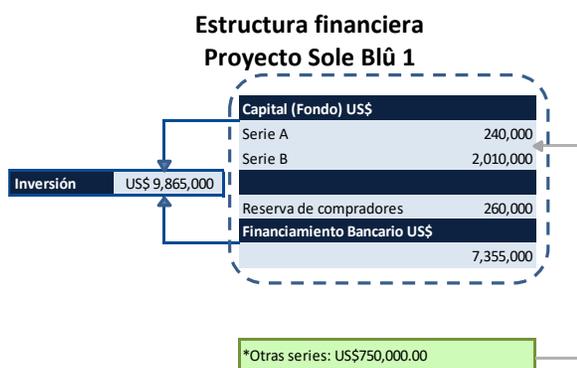
La estructura financiera está constituida por un aporte de US\$2.25 millones en recursos propios, que significa el 22.8% de la inversión, la cual se distribuyen de la siguiente manera: Serie A: por doscientos cuarenta mil dólares (\$240 mil) a ser adquirida en efectivo por el Originador, para cumplir con sus obligaciones por aportes adicionales, la cual estará formada por veinticuatro títulos de participación; Serie B: inicialmente por un dos millones diez mil dólares (US\$2,010,000.00).

El resto del proyecto será financiado con deuda bancaria que asciende a US\$7.4 millones (75%); la cual será desembolsada según el avance de la obra, y finalmente con un 2.6% que provendrá de las preventas equivalente al 50% de los apartamentos (26 apartamentos).

Cabe señalar, que series adicionales podrían activarse para inyectar liquidez al proyecto en caso de requerirlo, cuyo

valor ascendería a US\$750 mil de los US\$3.0 millones emitidos.

En opinión de SCRiesgo, considerando un escenario estable durante la vida del proyecto la estructura financiera exhibe baja probabilidad que pueda ser modificada debido a las características del activo subyacente y el plazo estimado de la etapa de construcción. La relación valor a préstamo se encuentra en niveles moderados; lo que permite reducir la eventual severidad de la pérdida a los inversionistas. De cumplirse la estimación de metas el proyecto generará los flujos necesarios para soportar el servicio de la deuda. La estructura de fondeo es factor clave y crítico para garantizar que el proyecto cumpla oportunamente con los plazos operativos y contractuales.



Fuente: datos proporcionados por Ricorp Titularizadora, S.A.

\* Otras series se emitirán si existen necesidades adicionales de liquidez

En nuestra opinión, el proyecto en su etapa de construcción, está expuesto a factores externos no controlados por el administrador, que podrían ser un factor de desequilibrio para el efectivo desempeño operativo del Fondo. Por consiguiente, la gestión de la Sociedad Titularizadora es clave para la evolución exitosa del Fondo. El proyecto mantiene una buena flexibilidad financiera, reflejo del aporte que contractualmente el Originador está obligado a dar al proyecto, en momentos de enfrentarse a tensiones financieras que podrían durante la etapa de construcción y comercialización afectar las proyecciones estimadas.

Los niveles de apalancamiento mejorarán paulatinamente, sobre todo al considerar el ritmo de generación de ganancias y flujos determinados por las ventas estimadas. No obstante, existe cierta flexibilidad a mayor endeudamiento debido a las restricciones parciales que limitan la incorporación de nueva deuda hasta un 100% del valor de su patrimonio autónomo.

### Análisis financiero del Fondo de Titularización

Al cierre de diciembre 2018, el Fondo mostró US\$1.0 millones en la partida de bancos, las cuales concentran las cuentas bancarias que reciben los flujos el proyecto genera y los desembolsos bancarios. El activo total lo conforman en su mayoría los recursos provenientes del proceso de titularización, acumulando un saldo de US\$5.8 millones, correspondiente a gastos de colocación, terreno, planos y permisos.

Los pasivos totales concentraron un 61.0% de la estructura financiera acumulando un saldo de US\$3.5 millones al cierre de diciembre 2018; donde revisten importancia los créditos bancarios cuya participación concentra el 78.0% de los pasivos, el descenso en las cuentas por pagar al Originador (octubre 2018: 32.5%, noviembre 2018: 3.1% y diciembre 2018:2.2%). Los ingresos diferidos alcanzaron un saldo de US\$683. mil equivalentes a un 19.4% de los pasivos, estos últimos derivados de las preventas y se proyecta que a junio 2019 cierren con una concentración del 12.0%.

### **Rentabilidad del proyecto (Escenario base)**

En las proyecciones proporcionadas por los estructuradores, el escenario base corresponde a condiciones normales de operatividad del Fondo; el segundo supone mayores desafíos para alcanzar el punto de equilibrio y rentabilidad. Se efectuó un análisis de la suficiencia de los flujos durante la vida económica de la transacción para evaluar el pago en tiempo y forma del servicio de la deuda, aplicando escenarios de estrés sobre los supuestos más sensibles a los rendimientos del proyecto. El factor principal fue considerar los retrasos en los niveles de venta y constructivos.

Los escenarios de sensibilidad suponen varias incidencias que podrían de forma extrema afectar negativamente el desempeño del Fondo, buscando reproducir de manera independiente lo que pasaría con los flujos que respaldan los pagos a los tenedores de las participaciones si se retrasaran hasta dos meses del tiempo estimado. El análisis replica los movimientos que a través de sensibilización provocaría afectaciones en la tasa interna de retorno y la rentabilidad del proyecto.

En opinión de SCRiesgo, los supuestos utilizados en la estructura de precios y las metas estimadas de venta, resultan conservadoras de acuerdo con el estudio de mercado. El análisis incorpora una demanda estable de apartamentos de tipo vertical, los supuestos parten de la estadística histórica de la empresa comercializadora. En este escenario el plazo para completar la venta es de 18 meses, distribuyéndose de la siguiente manera: mes 15, treinta y uno apartamentos vendidos (60%); mes 16, diez apartamentos vendidos (19%); y para los meses 17 y 18, cinco apartamentos vendidos, respectivamente para completar el 21%.

---

*SCRiesgo da clasificación de riesgo a este emisor desde 2017. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de clasificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.*

*“SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.”*

*“La clasificación expresa una opinión independiente sobre la capacidad de la entidad calificada de administrar riesgos”.*

	ago-18	sep-18	oct-18	nov-18	dic-18	ene-19
<b>Balance General</b>						
<b>Activo</b>						
Caja y Bancos	\$741,765	\$280,326	\$1,540,574	\$191,302	\$321,938	\$320,684
Cuenta de Reservas	\$234,696	\$317,596	\$391,573	\$409,975	\$683,673	\$420,108
<b>Total Caja</b>	<b>\$976,461</b>	<b>\$597,922</b>	<b>\$1,932,147</b>	<b>\$601,276</b>	<b>\$1,005,611</b>	<b>\$740,792</b>
Inversiones Financieras						
Gastos de Colocación	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Cuentas por cobrar	\$0	\$0	\$0	\$1	\$3	\$0
Gastos pagados por anticipado (comisiones venta)	\$37,477	\$38,398	\$38,398	\$44,268	\$54,416	\$61,491
Gastos pagados por anticipado (amortización anticipo)	\$1,462,174	\$1,416,177	\$1,366,761	\$1,308,713	\$1,523,012	\$1,793,653
Inversión en Inmuebles	\$1,842,272	\$2,009,078	\$2,336,725	\$2,661,879	\$3,040,407	\$3,645,594
Otros Activos (intereses capitalización)	\$51,260	\$61,295	\$120,624	\$131,928	\$149,990	\$170,587
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>\$4,369,644</b>	<b>\$4,122,869</b>	<b>\$5,794,656</b>	<b>\$4,748,065</b>	<b>\$5,773,438</b>	<b>\$6,412,117</b>
<b>Pasivo</b>						
Créditos Bancarios	\$0	\$0	\$2,000,000	\$2,000,000	\$2,750,000	\$3,350,000
Ingresos Diferidos	\$234,500	\$317,400	\$391,400	\$409,800	\$683,500	\$720,000
Gastos acumulados y Cuentas Por Pagar INSA	\$1,880,605	\$1,555,445	\$1,151,675	\$78,255	\$76,174	\$76,174
Otras cuentas por pagar	\$4,479	\$24	\$1,131	\$10,010	\$13,764	\$15,943
Impuestos y Retenciones por Pagar	\$60	\$0	\$450	\$0	\$0	\$0
Excedentes acumulados	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>\$2,119,644</b>	<b>\$1,872,869</b>	<b>\$3,544,656</b>	<b>\$2,498,065</b>	<b>\$3,523,438</b>	<b>\$4,162,117</b>
<b>Patrimonio del Fondo</b>						
Títulos de Participación	\$2,250,000	\$2,250,000	\$2,250,000	\$2,250,000	\$2,250,000	\$2,250,000
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>\$2,250,000</b>	<b>\$2,250,000</b>	<b>\$2,250,000</b>	<b>\$2,250,000</b>	<b>\$2,250,000</b>	<b>\$2,250,000</b>

Fecha de corte: diciembre 2018