

FONDO DE TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES RICORP TITULARIZADORA TORRE SOLE BLÚ UNO

Informe de mantenimiento de clasificación de riesgo

Sesión Ordinaria: N° 6172019 del 18 de octubre de 2019.

Fecha de ratificación: 31 de octubre 2019

Información financiera auditada no auditada al 30 junio 2019

Contactos: Marco Orantes Mancia
Jorge Chaves Villalta

Analista Financiero
Sub Gerente General

morantes@scriesgo.com
jchaves@scriesgo.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 no auditada al 30 de junio 2019.

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

1. CLASIFICACIÓN DE RIESGO

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

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.

Perspectiva Positiva: Se percibe una alta probabilidad de que la calificación mejore 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.
- Ubicación geográfica estratégica del inmueble, le brinda oportunidades de venta acelerada, reduciendo los efectos de un mercado competido y relativamente pequeño.
- Actualmente, la etapa de construcción ha sido finalizada, y se encuentra en la fase de concluir detalles de acabados menores.
- Capacidad de expansión futura explicado por un inventario suficiente de terrenos del originador en el área de influencia directa donde se desarrolla el proyecto.
- El Originador ha mostrado tener facilidad de acceso a

"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."

¹ El detalle de toda la escala de calificación que utiliza la Clasificadora podrá ser consultado en nuestra página www.scriesgo.com

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

- Avanzar en el la amortización de capital más interés del prestamos bancario luego de concluida la fase de construcción.
- El retraso en el proceso de venta, puede ocasionar que el proyecto quede expuesto a cambios adversos de las condiciones de mercado.
- Gestionar adecuadamente los atrasos inesperados durante la fase de 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.

- Sensibilidad de precios como consecuencia directa de una sobreoferta en el mercado objetivo de Sole Blú; llevando a retrasos en los procesos de ventas.
- Cambios en el marco regulatorio podrían dificultar el ambiente operativo y negocios.

El cambio en la perspectiva de estable a positiva, obedece a la inexistencia del riesgo constructivo a la fecha de elaborado este reporte. El Fondo a logrado concluir con éxito la fase constructiva, mientras que la etapa de comercialización muestra avances en el nivel de ventas y que en nuestra opinión son adecuadas para las gestiones realizadas por el Fondo.

3. RESUMEN DE LA EMISIÓN

El Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora Sole Blú Uno, en adelante (el Fondo o FTIRTLU 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); ha utilizado el vehículo de la titularización para construir un moderno complejo habitacional de tipo vertical, el cual se favorece de una ubicación geográfica estratégica de alta demanda y plusvalía, permitiendo a INSA la expansión de la franquicia Sole Blú, en virtud de la cercanía con otros terrenos propiedad del Originador. Sole Blú, se ubica en el municipio de San Salvador, 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 ha desarrollado en un terreno de 3,605.22 mts², (5,158.35 V²); que converge en un área de negocios comerciales, financieros, centros de estudio, restaurante y buen acceso vehicular.

El Fondo se integró con el Inmueble para ejecutar el desarrollo de Sole Blú 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 diseñó a través de contrato de permuta. A la fecha de este reporte, el proyecto tiene un avance del 94% y mantiene un nivel de preventas del 69.2% estimando cerrar preventas en diciembre de 2019.

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 Blú.

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.

Valores de Titularización – Títulos de Participación con cargo al Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora Torre Sole Blú	
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 FTIRTLBLÚ 1, sirviéndose de la adquisición del inmueble que servirá para el desarrollo del proyecto de construcción de Sole Blú 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

3.1 Análisis de la plaza

El Salvador continúa favorecido por la demanda constante de EEUU vinculada a sus productos manufacturados y el aumento en las entradas de remesas familiares. No obstante, la probabilidad de una recesión en dicho país plantea riesgos en las perspectivas de El Salvador, tal contexto debilitaría el envío de remesas impactando directamente en el consumo interno y por otra parte afectaría los niveles de exportación ante una reducción de la demanda de los productos salvadoreños en EEUU.

El nuevo gobierno ha iniciado procesos para fortalecer las relaciones comerciales, mejorar el entorno empresarial y la percepción de país; combatiendo la criminalidad con el denominado Plan Control Territorial; y la corrupción a través de la instalación de una Comisión Internacional Contra la Impunidad en El Salvador (CICIES). Los altos niveles de deuda suponen un desafío para las finanzas del estado, la reforma de pensiones en 2017 ha flexibilizado temporalmente la liquidez del gobierno, permitiendo que el déficit fiscal promedie por debajo del 2.5% del Producto Interno Bruto (PIB). Sin embargo, el gasto público en materia de seguridad e inversión puede incrementarse presionando los ingresos del gobierno.

En opinión de SCRiesgo, aún persiste un nivel de incertidumbre para lograr consensos que permitan agilizar la aprobación del presupuesto, contratación de deuda de manera expedita y realizar cambios estructurales, reflejo de la tensión entre el ejecutivo y la mayoría del congreso.

3.2 Producción nacional

El crecimiento económico de El Salvador se ubicó en 2.0% a junio 2019, menor al observado en junio 2018 cuando registró un 2.9%, la disminución obedece a contracciones en sectores como actividades profesionales, científicas y técnicas (-4.5%) y actividades artísticas (-1.3%). Adicionalmente, la disminución en el flujo de remesas, las cuales crecieron a una tasa menor (+3.5%) que la registrada hace un año (+9.0%). Las actividades de suministro de electricidad, gas y aire acondicionado (7.1%); construcción (6.6%) y financieras y seguros (5.4%) fueron los sectores con mayor dinamismo.

3.3 Finanzas Públicas

El déficit fiscal del Gobierno Central al primer semestre de 2019 registró un 0.5% del PIB a precios corrientes, manteniendo una tendencia a la baja, favorecido por la reforma de pensiones y por ajustes en el gasto por 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\$19,280.9 millones a junio 2019, dicho monto exhibió un crecimiento interanual del 3.7%, equivalente a US\$679.3 millones. El creciente endeudamiento es explicado por las dificultades para reducir las necesidades de financiamiento por parte del Gobierno.

3.4 Comercio Exterior

Las exportaciones registraron un saldo de US\$3,033.9 millones a junio 2019, reflejando una contracción del 0.4% (US\$13.6 millones) sobre el monto registrado hace un año, principalmente por el bajo desempeño de las actividades de maquila (-2.5%) y de industria manufacturera (-0.3%). Por otra parte, la actividad que mostró mayor dinamismo fue agricultura y ganadería (+0.4%).

Al término de junio 2019, las importaciones alcanzaron US\$5,975.7 millones, con un crecimiento de 4.0% (US\$227.4 millones) en el periodo de un año. Los sectores que mostraron un mayor dinamismo fueron: agricultura y ganadería (21.4%); industrias manufactureras de maquila (4.6%) e industrias manufactureras (3.3%).

3.5 Inversión Extranjera Directa

El Salvador continúa captando la inversión extranjera directa (IED) más baja de Centroamérica. De acuerdo con datos preliminares del Banco Central de Reserva (BCR), la IED acumuló un valor neto de US\$435.9 millones durante el primer semestre de 2019, US\$67.3 millones menos que lo reflejado en igual periodo del año pasado significando una contracción del 13.4%.

Los sectores con disminuciones de IED más sensibles son: industrias manufactureras (-US\$201.6 millones); y transporte y almacenamiento (-US\$116.6 millones). Los sectores que recibieron más IED fueron información y comunicaciones (+US\$157.0 millones) y suministro de electricidad (+US\$132.0 millones).

3.6 Remesas Familiares

El flujo de remesas al país continúa creciendo, pero muestra señales de disminuir su acelerado crecimiento de los últimos dos años. Según datos publicados por el BCR a junio 2019, la tasa de crecimiento interanual de las remesas familiares fue del 3.5%, acumulando US\$2,743.6 millones, cifra superior en US\$92.3 millones a la registrada en el período anterior.

3.7 Inflación

La inflación medida por las variaciones en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró 0.5% al cierre del segundo trimestre de 2019. Entre los rubros en los que se observan disminuciones destacan: transporte (-1.9%); comunicaciones (-1.1%) y prendas de vestir y calzado (-1.1%). Por otro lado, los rubros con aumento de precios fueron principalmente alimentos y bebidas no alcohólicas (+2.8%) y bebidas alcohólicas y tabaco (1.8%).

5. SECTOR INMOBILIARIO

El sector inmobiliario continúa ampliando su oferta de servicios y productos relativos a centros de oficinas, proyectos de vivienda vertical, centros comerciales, edificios industriales, bodegaje, entre otros. El sector inmobiliario se correlaciona con el sector comercio, consumo y vivienda, dichos sectores muestran un importante grado de sensibilidad ante cambios en el entorno y poder adquisitivo. El dinamismo del sector a permitido importantes aportes al PIB, debido a la contribución del sector con otros que se encuentran dentro de la cadena de valor y suministros.

El sector comercio podría enfrentar amenazas más inmediatas en algunos subsegmentos comerciales, debido a que presentan un perfil más riesgoso que otros. Por su parte, el consumo puede ser impactado por una disminución en las remesas familiares.

Cabe señalar que 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.

De acuerdo con la Cámara Salvadoreña de la Industria de la Construcción (CASALCO), el sector construcción se expandió en 6.6% al cierre de diciembre 2018, registrando el crecimiento más alto en 6 años; esto favorecido por la aprobación de permisos que mostraban espacios significativos de retrasos. Para el 2019, el sector sigue mostrando un desarrollo acelerado tomando relevancia el sector de vivienda, edificios industriales y oficina. No obstante, aún persiste espacios de mejora en la agilización de trámites por parte de las entidades públicas y mejoras en las condiciones de créditos hacia los interesados de invertir en el sector inmobiliario.

El gobierno anunció la creación de un ministerio de vivienda, tendiendo como uno de sus principales objetivos reactivar programas de vivienda de interés social, lo anterior podría ser positivo sector vivienda debido a que existe la expectativa de una mayor atención de la demanda.

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 gestionado 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.

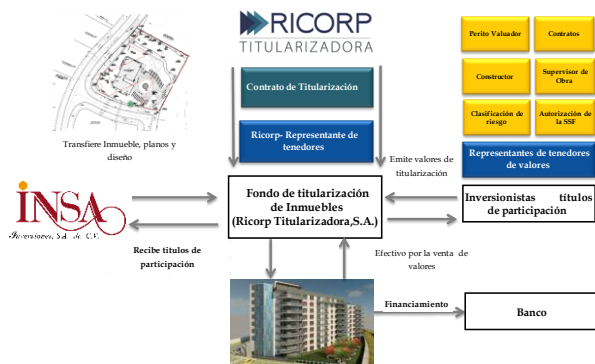
Los miembros de Junta Directiva y el equipo gerencial cuentan con experiencia amplia, tanto en el sector financiero, mercado de valores, como en la titularización de activos. Lo anterior, ha generado condiciones para avanzar con las estrategias establecidas. Cabe señalar, que la Titularizadora, ya gestiona 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 fue 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.
2. 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.
3. El pago de dividendos de los valores de titularización estará respaldado por el patrimonio del Fondo.

Componentes de la estructura

1. **Originador:** Inversiones, S.A. de C.V.
2. **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.
3. **Emisor:** Ricorp Titularizadora, S.A, con cargo al FTIRTBLÛ 1.
4. **Emisión:** Valores de Titularización – Títulos de Participación con cargo al Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora Torre Sole Blû 1.
5. **Sociedad de titularización:** Ricorp Titularizadora, S.A.
6. **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.

7. **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.
8. **Cuenta Discrecional:** Cuenta de depósito bancaria abierta por el Fondo de Titularización en los bancos debidamente autorizados para realizar operaciones pasivas.
9. **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.
10. **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 Blú 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 Blú, 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 FTIRBLÚ 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 buscó diversificar sus opciones de crecimiento y productos, por lo cual utilizó el vehículo de la Titularización de activos, para desarrollar del 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.

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 ha construido en la colonia San Francisco, avenida los Espliegos y el Pasaje No. 7, en la zona suroeste del municipio de San Salvador. La construcción está situada un terreno de 3,605.22 mts², (5,158.35 V²) y su ubicación geográfica es considerada 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.

Torre Sole Blú



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 construyó 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 ha sido 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 Blù 1.

La Clasificadora ha dado seguimiento a los eventuales riesgos que podrían causar que el proyecto inmobiliario no se complete en los tiempos requeridos. Actualmente, el riesgo de construcción está mitigado y el riesgo de modificaciones en la estructura de deuda es inexistente. En este sentido el riesgo de retraso fue acotado debido al respaldo de liquidez y los términos del contrato durante la fase de construcción.

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 mts² y el precio unitario de venta promediará US\$1,409.39 por mts², lo cual producirá ingresos de US\$10.8 millones.

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

Sole Blù tiene estacionamientos con capacidad para 122 vehículos, dos para cada propietario de los apartamentos y el resto para visitas. Adicional, cuenta 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. suministró 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 Blù. La empresa cuenta con los recursos técnicos y analíticos para gestar una comercialización adecuada de los apartamentos.

Al finalizar junio 2019, se acumuló un nivel de preventas del 67.3%, para un total de 35 apartamentos. A la fecha de este reporte, el proyecto ha vendido un total de 16 apartamentos equivalentes a un total de US\$2.5 millones y de acuerdo a las estimaciones esperan cerrar en octubre con más apartamentos los cuales están en proceso de escrituración con los bancos.

Avance del proyecto

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

Sole Blù 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 julio 2019 reflejó un 94% versus el 100% de lo programado originándose un 6.0% de retraso, el cual es equivalente a 25 días calendarios.

10. ANÁLISIS DEL FONDO

10.1 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 BIÛ 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 FTIRTLBU; 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.

10.2 Análisis financiero

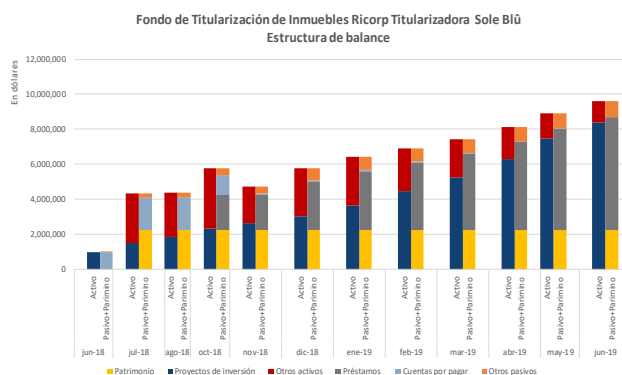
Estructura financiera

La estructura financiera del proyecto está constituida por un aporte de US\$2.25 millones en recursos propios; 22.8% de

la inversión, distribuyéndose 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 dos millones diez mil dólares (US\$2,010,000.00). El resto del proyecto ha sido financiado con deuda bancaria que asciende a US\$7.4 millones (75%); y fue desembolsada según el avance de la obra.

Al cierre de junio 2019, el Fondo mostró US\$445.4 mil en la partida efectivo y equivalentes, las cuales concentran las cuentas bancarias que reciben los flujos que el proyecto genera y los desembolsos bancarios. El activo total lo conforman en su mayoría los recursos en inversión para el desarrollo del inmueble Sole BIÛ, acumulando un saldo de US\$8.4 millones y generando un crecimiento semestral del 175.8%.

Los pasivos totales concentraron un 76.5% de la estructura financiera acumulando un saldo de US\$7.3 millones a junio 2019; donde revisten importancia los créditos bancarios cuya participación concentra el 87.9% de las obligaciones totales. Las cuentas por pagar al Originador por parte del Fondo (octubre 2018: 32.5%, noviembre 2018: 3.1%, diciembre 2018: 2.2% y marzo 2019: 0.9%), son inexistentes al finalizar junio 2019, dichas obligaciones mostraron un descenso gradual desde su inicio. A la fecha de corte, los ingresos diferidos alcanzaron un saldo de US\$857.6 mil equivalentes a un 11.7% de los pasivos, estos últimos derivados de las preventas.



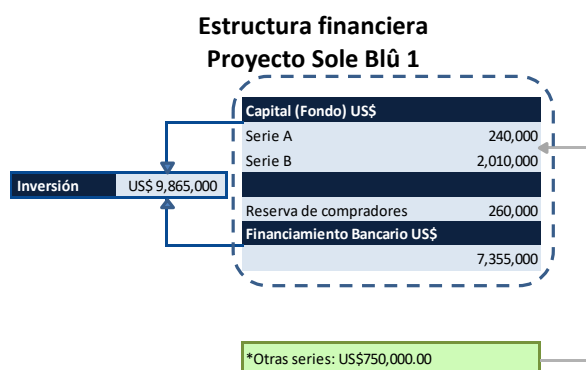
Liquidez

La mayor parte de liquidez ha estado destinada al desarrollo constructivo del proyecto, la razón corriente de liquidez promedió un 1.3 veces a junio 2019, desde un 1.6 veces en diciembre de 2018. El flujo neto utilizado para actividades de operaciones fue de US\$4.3 millones. Cabe señalar, que

series adicionales podrían activarse para inyectar liquidez al proyecto en caso este lo requiera, cuyo valor asciende a US\$750 mil de los US\$3.0 millones emitidos. El nivel de avance ejecutado a junio 2019 es del 94%, y el Fondo no ha tenido la necesidad de emitir participaciones adicionales para mitigar presiones de liquidez. Asimismo, el aporte que contractualmente el Originador está obligado a dar al proyecto en momentos de enfrentarse a tensiones financieras brinda seguridad financiera al desarrollo.

Endeudamiento

Desde el inicio del proyecto la estructura financiera no ha sido modificada, las características del activo subyacente y el plazo estimado de la etapa de construcción han permitido estimaciones acertadas en términos de financiamiento y recursos propios por parte del Fondo para el desarrollo del proyecto. En nuestra opinión, la relación valor a préstamo se encuentra en niveles moderados. En la medida el proyecto desarrollado por el Fondo genere los flujos esperados, soportará el servicio de la deuda, condición que permitirá reducir la posibilidad de pérdida a los inversionistas.



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

* Otras series se emitirán si existen necesidades adicionales de liquidez

Al finalizar junio 2019, la cuenta de préstamos bancarios acumuló un saldo de US\$6.5 millones (87.9% del pasivo), su crecimiento creciente obedece a las necesidades de liquidez que ha demandado la construcción del inmueble, las cuales se han canalizado a través de desembolsos en línea con los avances de la obra. El ratio de apalancamiento financiero, se ubicó en 2.9 veces, desde un 1.2 veces en diciembre 2018; explicado principalmente por el incremento de la deuda.

Luego que el fondo obtuvo sus primeros ingresos derivado de la venta de apartamentos, ha iniciado el proceso de amortización de la deuda, al 14 de octubre el saldo de la

deuda bancaria se ubica en US\$4.8 millones, desde un US\$6.9 millones en julio 2019.

Los niveles de apalancamiento mejorarán paulatinamente, sobre todo al considerar el ritmo de generación de ganancias y flujos determinados por las ventas estimadas. La flexibilidad de contratación de mayor endeudamiento del previsto este contenido, dado que el fondo ha sido constituido para el propósito específico de construcción, comercialización y venta. Adicionalmente, existen restricciones parciales que limitan la incorporación de nueva deuda hasta por un 100% del valor de su patrimonio autónomo.

Rentabilidad

SCRiesgo 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.

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.

A la fecha de este reporte, el Fondo a efectuado 39 preventas de 52 (75% del total), y ha escriturado un total de 16 apartamentos, estos últimos equivalentes a US\$3.2 millones. Lo anterior ha permitido generar ingresos que han favorecido la amortización del pago de la deuda bancaria. Los niveles de preventas y escrituración luego de concluida la fase constructiva es más dinámica; lo cual podría generar una calibración de metas, condición que dificulta fijar metas aproximadas al cierre del año. Al finalizar octubre los administradores del Fondo proyectan efectuar 35 escrituraciones, cifra que puede estar sujeta a variaciones.

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".

Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora Sole Blú Uno																				
Balance General	sep-18		oct-18		nov-18		dic-18		ene-19		feb-19		mar-19		abr-19		may-19		jun-19	
ACTIVO																				
Efectivo y Equivalentes	597,922	15%	1,932,147	33%	601,276	13%	1,005,611	17%	740,792	12%	659,359	10%	576,107	8%	510,571	6%	472,784	5%	445,435	5%
Inversiones financieras	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Cuentas por Cobrar	0	0%	0	0%	1	0%	3	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Gastos pagados por anticipado	1,454,574	35%	1,405,159	24%	1,352,981	28%	1,577,428	27%	1,855,144	29%	1,609,194	23%	1,371,929	19%	1,043,410	13%	695,850	8%	436,801	5%
Inversión en Inmuebles	2,009,078	49%	2,336,725	40%	2,661,879	56%	3,040,407	53%	3,645,594	57%	4,455,557	64%	5,242,545	71%	6,317,745	78%	7,456,240	84%	8,385,553	87%
Otros Activos	61,295	1%	120,624	2%	131,928	3%	149,990	3%	170,587	3%	192,673	3%	219,142	3%	249,690	3%	284,959	3%	322,853	3%
TOTAL ACTIVO	4,122,869	100%	5,794,656	100%	4,748,065	100%	5,773,438	100%	6,412,117	100%	6,916,782	100%	7,409,722	100%	8,121,416	100%	8,909,833	100%	9,590,641	100%
PASIVO																				
Préstamo	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Ingresos diferidos	317,400	8%	391,400	7%	409,800	9%	683,500	12%	720,000	11%	720,400	10%	742,770	10%	793,975	10%	830,645	9%	857,645	9%
Gastos acumulados y Cuentas Por Pagar	1,555,445	38%	1,151,675	20%	78,255	2%	76,174	1%	76,174	1%	76,174	1%	44,483	1%	0	0%	0	0%	0	0%
Otros pasivos y cuentas por Pagar	24	0%	1,131	0%	10,010	0%	13,764	0%	15,943	0%	20,208	0%	22,470	0%	27,441	0%	29,188	0%	32,996	0%
Impuestos por pagar	0	0%	450	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Excedentes acumulados del Fondo	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
TOTAL PASIVO	1,872,869	45%	3,544,656	61%	2,498,065	53%	3,523,438	61%	4,162,117	65%	4,666,782	67%	5,159,722	70%	5,871,416	72%	6,659,833	75%	7,340,641	77%
PATRIMONIO																				
Títulos de Participación	2,250,000	55%	2,250,000	39%	2,250,000	47%	2,250,000	39%	2,250,000	35%	2,250,000	33%	2,250,000	30%	2,250,000	28%	2,250,000	25%	2,250,000	23%
TOTAL PATRIMONIO	2,250,000	55%	2,250,000	39%	2,250,000	47%	2,250,000	39%	2,250,000	35%	2,250,000	33%	2,250,000	30%	2,250,000	28%	2,250,000	25%	2,250,000	23%
	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	4,122,869	100%	5,794,656	100%	4,748,065	100%	5,773,438	100%	6,412,117	100%	6,916,782	100%	7,409,722	100%	8,121,416	100%	8,909,833	100%	9,590,641	100%

Fecha de corte: junio 2019