

UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO

Colegio de Administración para el Desarrollo

**Alternativa de curva de rendimientos por prima de riesgo para el mercado de
valores ecuatoriano**

María Daniela Argudo Larrea

Jorge Moncayo Lara, MBA. Director de Tesis

Tesis de grado presentada como requisito para la obtención del título de Licenciada en
economía

Quito, 10 de Mayo de 2013

Universidad San Francisco de Quito

Colegio de Administración para el Desarrollo

HOJA DE APROBACIÓN DE TESIS

**Alternativa de curva de rendimientos por prima de riesgo para el mercado de
valores ecuatorianos**

María Daniela Argudo Larrea

Jorge Moncayo, MBA.
Director de la tesis

Magdalena Barreiro, PhD.
Decana del Colegio de Administración

Quito, Mayo de 2013

© DERECHOS DE AUTOR

Por medio del presente documento certifico que he leído la Política de Propiedad Intelectual de la Universidad San Francisco de Quito y estoy de acuerdo con su contenido, por lo que los derechos de propiedad intelectual del presente trabajo de investigación quedan sujetos a lo dispuesto en la Política.

Asimismo, autorizo a la USFQ para que realice la digitalización y publicación de este trabajo de investigación en el repositorio virtual, de conformidad a lo dispuesto en el Art. 144 de la Ley Orgánica de Educación Superior.

Firma: _____

Nombre: María Daniela Argudo Larrea

C. I.: 1715925390

Lugar: Quito, Ecuador

Fecha: 10 de Mayo de 2013

DEDICATORIA

Quisiera dedicar esta tesis a mis padres los cuales han sido un pilar fundamental para mi educación. De igual manera es siempre importante dedicar una investigación a la ciencia y al avance en los conocimientos que se dan cada día.

AGRADECIMIENTOS

Quisiera agradecer a mis padres por todo el apoyo que me han brindado a lo largo de mi carrera universitaria, y a mi tío Mauricio Larrea ya que gracias a sus conocimientos y estudios he podido realizar esta investigación.

RESUMEN

El mercado de valores es fundamental para el desarrollo de la economía de un país, ya que esta es capaz de mover miles de millones de dólares en transacciones diarias. Por lo que es vital para el sector financiero conocer cómo se está manejando actualmente en el mercado de valores en el Ecuador.

En base a esta premisa esta investigación radicará en identificar si en Ecuador, existen curvas de rendimiento que reflejen de manera adecuada el riesgo entre emisores de distinta calidad crediticia. El espacio temporal del estudio será a partir de Mayo del 2011 hasta Diciembre del año 2012.

Esta curva permitirá mostrar de manera gráfica que existe una prima por calificación de riesgo en las emisiones que se negocian en la bolsa de valores. Así como la relación riesgo- rendimiento que existe, y como los agentes reaccionan frente a ella.

ABSTRACT

The stock market is essential for the development of the economy of a country, as this is able to move billions of dollars in transactions daily. So it is vital for the financial sector to know how the stock market in Ecuador. is currently managing.

Based on this premise this research lie in identifying whether in Ecuador, yield curves are adequately reflect the risk among different credit quality issuers. The study time space will go from May 2011 to December 2012.

This curve will show graphically that there is a risk skill premium in emissions that are traded on the stock exchange. As the risk-return relationship that exists, and how the investors react to it.

TABLA DE CONTENIDO

Introducción al problema.....	11
El problema	12
Hipótesis de la causas del problema	13
Hipótesis de la solución al problema	14
Pregunta de investigación.....	15
Contexto y marco teórico.....	15
Definición de términos.....	26
REVISIÓN DE LA LITERATURA	28
Registro del mercado de valores	34
Modelo de Nelson y Siagle	57
Metodología Utilizada.....	59
Fuentes y recolección de datos.....	60
Análisis de datos.....	61
Detalles del análisis.....	61
Análisis de los datos cuantitativos	61
Conclusiones	72
Limitaciones del Estudio.....	75
Recomendaciones	76
Referencias	77
Anexo 1 complementación de los datos de las operaciones diarias BVQ.....	80
Anexo 2 Curvas de rendimiento AAA.....	101
Anexo 3 las Curvas de Rendimiento AA.....	104
Anexo 4 Curvas de Rendimientos A	108
Anexo 6 Preguntas para la entrevista a profundidad.....	127
Anexo 7 respuestas de los entrevistados.....	128

TABLAS

1.	Tabla 1 CALIFICADORA DE RIESGOS ECUATORIANAS.....	18
2.	Tabla 2 CALIFICACION DE RIESGOS PARA EMISIONES A LARGO PLAZO	
3.	Tabla 3 Formas de la curva de rendimiento	24
4.	TABLA 4 CASAS DE VALORES ECUATORIANAS	36
5.	Tabla 5 clase.....	44
6.	Tabla 6 calificación de Riesgo.....	45
7.	Tabla 7 Tipo de tasa	45
8.	Tabla 8 Monedas o Unidades.....	46
9.	Tabla 9 Días de vencimiento	47
10.	Tabla 10 precios observado en el mercado.....	54
11.	Tabla 11 Cálculo tasa y precio	54
12.	Tabla 12 Emisiones con calificación A y duración mayor a 5	67

FIGURAS

1.	GRÁFICO 1 FLUJOGRAMA DEL PROCESO DE EMISIÓN DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL MERCADO DE VALORES	21
2.	Grafico 2 Proceso de Valoración	49
3.	Grafico 3 Curva de rendimientos para las emisiones AAA	63
4.	Gráfico 4 Curva de Rendimiento para las emisiones AA	64
5.	Grafico 5 Curva de Rendimientos para las emisiones A.....	65
6.	Gráfico 6 Curvas de rendimiento por calificación de Riesgo	66

INTRODUCCIÓN AL PROBLEMA

Antecedentes

El Mercado de valores es importante para el crecimiento del sistema financiero de todos los países, Por lo que mientras más se conozca acerca de este mercado, mejor será para los emisores y originadores actuales. Ya que tendrá una mejor comprensión de cómo funciona el mercado. De igual manera es fundamental conocer cómo funciona el mercado de valores, y poder determinar su comportamiento o tendencia a fin de que tanto inversores como emisores puedan tomar decisiones eficientes a la luz de información correcta. El problema identificado en este trabajo es que la bolsa de valores no posee información, correctamente estructurada, que permita determinar de manera eficiente una curva de rendimientos.

A fin de sustentar la aseveración antes mencionada podemos resaltar los siguientes hechos.

1. Problema en la definición de plazo: La forma eficiente de definir la vida promedio de un título no es por su vencimiento contractual o plazo de maduración, si no por su vida promedio ponderada, en este trabajo se usará Duration de Macauley. La curva de rendimiento actualmente usada no mide el plazo con una medida de vida promedio (duración) de las emisiones, sino que por el contrario están definidas bajo el vencimiento contractual.
2. Problema en la identificación de riesgos. Las curvas actuales no se encuentran diferenciadas por calificación de riesgo, por lo que no es posible ver la prima de riesgo que existe en las diferentes emisiones.
3. Problema en la captura de la data. Los datos que la bolsa de valores ofrece, tanto para los emisores como para los compradores, no se encuentran

completos. No existe un archivo que de toda la información necesaria. Por lo que se debe analizar 2 archivos para conocer cuál es la relación entre la calificación de riesgo, tasa de rentabilidad y duración de la emisión.

El problema

El mercado de valores Ecuatoriano está en una etapa de crecimiento. Esto se puede observar en especial en los últimos 5 años en donde las empresas han visto que una manera rentable de apalancar su crecimiento es mediante emisiones de bonos corporativos (papel comercial u obligaciones), las mismas que les permiten financiar sus proyectos de crecimiento. Razón por la cual vemos que cada día aparecen más emisiones dentro de la bolsa de valores.

De igual manera un número mayor de ecuatorianos está interesado en el mercado financiero como una manera de invertir el dinero, por lo que buscan empresas solidas que les brinden una tasa de rendimiento acorde a la del mercado en un periodo de tiempo conocido como vigencia aceptable.

Cómo saber si tanto como emisor o como comprador me es más rentable emitir acciones u obligaciones que pedir dinero en un banco, o en su efecto como comprador adquirir estos papeles financieros que poner en un fideicomiso en un banco. El problema que existe en el mercado de valores ecuatoriano en este momento es la falta de información que tanto emisores o compradores poseen de cual rentable. De igual manera existe un gran problema en cuanto a la formación del vector de precios así como las curvas de rendimiento, ya que teorías como la de Nelson y Siagel usada a lo largo de este trabajo de investigación, así como el método Bootstrapping nos muestran que no se debe estructurar las curvas con las vigencias de las emisiones, sino que por el contrario

con su duración. Ya que estas no son lo mismo, dado que la duración es el tiempo en el cual el emisor paga el monto de dinero que ha sacado al mercado con la tasa de interés que ha impuesto, mientras que la vigencia es la duración de la emisión.

Por lo que desde ahí las curvas que existen en este momento no se encuentran bien estructuradas. El propósito de esta tesis es crear una alternativa de curva de rendimiento, las mismas que estarían diferenciadas por su calificación de riesgo. Lo que permitirá que los emisores conozcan cuáles son sus beneficios de tener una mejor calificación de riesgo frente a la tasa de rendimiento que debe pagar por la misma. Mientras que para los compradores sería una manera clave de ver cuál es su beneficio de comprar una emisión con una menor calificación de riesgo, y cuál debería ser su incremento en la tasa de rendimiento. Esto sería un gran avance del mercado de valores ya que se daría información más exacta y completa la misma que beneficiaría a todos los involucrados en el sector financiero. Estudios que por el momento no existen y dificultan que las emisiones ecuatorianas se vendan en bolsas extranjeras o sean apetecidos por diferentes mercados.

Hipótesis de la causas del problema

La hipótesis de la causas del problema radica dentro de la actual curva de rendimiento y el comportamiento de los agentes del mercado se centra en que la información que existe dentro de la Bolsa no se encuentra completa, es decir no existe un documento que englobe todos los datos necesarios para que los agente del mercado tengan conocimiento completo de cuál es la realidad del mercado de valores y como se maneja las emisiones.

Dentro de esta problemática se puede observar que una de las bases para conocer como se está manejando el mercado de valores es mediante la curva de rendimientos, la

misma que abarca todas las emisiones que están circulando dentro del mercado. Pero la curva de rendimientos actual no se está diferenciada por calificación de riesgo. Por lo que no existe una prima de riesgo por diferentes calificaciones dentro de las emisiones del mercado de valores.

Hipótesis de la solución al problema

Existen problemas en la metodología actual de cálculo, así como, en el comportamiento de los agentes en el mercado.

1. **Diferenciar la relación plazo vs rendimiento.** La metodología actual de cálculo usada en las Bolsas del país, no diferencia el plazo contractual con la vida promedio de un título. De igual manera, entre los agentes del mercado ecuatoriano, no está difundida la idea de calcular el plazo de un título a través de su vida promedio, por el contrario, es muy usado en plazo contractual, sobre todo en los reglamentos de inversión de entidades del sector públicos (incluido BIESS) quienes son actores importantes en el mercado.

Al no haber una diferenciación de vida promedio, los rendimientos vs plazos se traslapan mostrando un conjunto de datos que no siguen un orden esperado u observado, en este tipo de curvas, en mercados de mayor profundidad.

2. **Diferenciar la relación riesgo vs rendimiento.** La metodología actualmente usada no segrega ni ordena las emisiones en función de su calificación de riesgo. Al igual que en el punto anterior, los riesgos se traslapan.

Adicionalmente, entre los agentes del mercado, es muy marcada la diferente percepción que tienen entre las calificaciones de una a otra empresa calificadoras de riesgos.

3. **Método de estructurar la curva de rendimientos.** Lo que se usa en los mercados de mayor profundidad financiera es métodos de la familia de Nelson y Seagel. En las Bolsas de país nose usan métodos de este tipo.

4. Otros aspectos a mejorar

- a. **Dificultad en el acceso a la información.** No existe una fuente de fácil acceso en la que se encuentre la información completa, que los agentes del mercado necesitan, para calcular curvas de rendimiento.
- b. Adicionalmente podemos identificar conceptos usados por Price Vendor, que no son incorporados en la metodología actualmente usada.
 - i. Caducidad de los títulos. Se debería utilizar tan solo las emisiones que se están negociando aun en el mercado.
 - ii. Volúmenes materiales de negociación.
 - iii. Negociaciones entre relacionadas, etc.

Pregunta de investigación

¿Cómo y hasta qué punto los partícipes del mercado de valores se rigen a la relación riesgo- rendimiento?

Contexto y marco teórico

El marco teórico para este trabajo de investigación se centra en el mercado de valores Ecuatoriano y su funcionamiento, seenfocaprincipalmente en tres áreas: la

primera de ellas la relación plazo rendimiento, posteriormente encontramos la relación riesgo- rendimiento enfocado al comportamiento que los agentes del mercado tienen frente a esta relación, y por último la metodología de estructuración de la curva de rendimiento, orientada a la búsqueda de una prima por calificación de riesgo.

Por lo que en base a estas tres áreas las principales fuentes que se utilizan como marco teórico para esta investigación comienzan por las explicaciones de conceptos básicos, seguido por estudios que se han realizado en diferentes países y muestran el éxito que una curva de rendimientos bien estructurada puede hacer dentro del sistema financiero de un país.

Duración de Macaulay

La misma que es de vital importancia ya que es la base que la mayoría de mercados financieros utiliza para calcular la medida ponderada de duración, lo que elimina la confusión entre plazo contractual y plazo ponderado de una emisión.

La duración de Macaulay se considera como una media ponderada del tiempo hasta el pago de los cash flows de un valor.

Las ponderaciones se calculan como los ratios del valor actual de cada cash flow con respecto a la suma de los valores actuales de todos los cash flows. La duración de Macaulay fue la medida original de duración y se publicó en 1938. Fue, y sigue siendo, una importante medida del riesgo de los tipos de interés, pero generalmente es inferior a la duración modificada. La duración modificada puede obtenerse de la duración de Macaulay. Actualmente, cuando la gente se refiere a la duración puede estar refiriéndose a la duración de Macaulay, la duración modificada, o la duración efectiva. (Duración de Macaulay, la gran enciclopedia de economía)

Rendimiento

El término de rendimiento se utilizó en cuanto a la relación que esta tienen con la calificación de riesgo, ya que la teoría dice que a menor calificación de riesgo) mayor riesgo) más alta deber ser la tasas de rendimiento de una emisión.

Calificación de Riesgo

Las calificadoras de riesgos son compañías que están dedicadas al estudio y evaluación de riesgos de las emisiones o valores que sacan al mercado diferentes empresas. Esto lo hace de manera independiente y basándose en diferentes rubros de las compañías tales como su estabilidad financiera, crecimiento en ventas, liquidez, el buen manejo corporativo entre otros. Las primeras calificadoras de riesgos se originan en los Estados Unidos en los primeros años del siglo 20, esto se dio debido al crecimiento que se dio dentro de la industria ferroviaria, la misma que tenía necesidad de buscar nuevas maneras de financiarse, por lo que emitieron bonos en el mercado, creando la necesidad de tener empresas que calificaron el riesgo de estas emisiones. Apareciendo empresas como Standard & Poor`s, MoodysInvestorsService y Fich, las mismas que constituyen hasta el día de hoy como las calificadoras de riesgos más importantes del mundo.

En el Ecuador en el año 1993 tras emitirse la Ley de Mercado de Valores, la misma que exigía una calificación de riesgo para las emisiones con el fin de proteger a los inversionista, por lo que se constituyen las primeras 4 empresas dedicadas a esto, entre los años 1994 y 1996, pero una de estas llamada CALIFIC S.A. a sido ya cancelada. Pero hasta el momento hay las calificadoras que aparecen en la tabla 1.

Tabla 1 CALIFICADORA DE RIESGOS ECUATORIANAS

Numero de Inscripción	Fecha	Nombre de la calificadora	Estado
2012.2.09.00009	2012'01'24	SUMMARATINGS S.A	Vigente
2010.1.09.00008	2010.07.27	CLASS INTERNATIONAL RATING S.A.	Vigente
2009.1.09.00007	2009.10.19	MICROFINANZA S.A. MICRORIESG	Vigente
2001.1.09.00006	2001.07.10	PACIFIC CREDIT RATING S.A.	Vigente
95.1.7.03	1995.05.04	ECUABILITY S.A.	Vigente
94.2.7.02	1994.10.07	LATINOAMERICANA SCRL S.A.	Vigente
94.1.7.01	1994.10.03	BANKWATCH RATINGS DEL ECUADOR S.A	Vigente

Fuente Superintendencia de Compañías

Las calificadoras poseen dos maneras de evaluar las emisión la primera es mediante el uso de letras, están van desde la AAA hasta la D como se muestra en la tabla2. Estas calificaciones son basadas en la capacidad que poseen para pagar de manera oportuna tanto los intereses, como el capital de las emisiones, esto se conoce como calidad crediticia. Para esto se analiza diferentes factores como la experiencia que a empresa posee dentro del mercado, el posicionamiento, la estabilidad financiera, la liquidez de la empresa. Y en los últimos años se ha dado más valor al buen gobierno corporativo que poseen, ya que es primordial que tengan buenas políticas de manejo y controles internos.

Por otro lado estas calificadoras también miden el riesgo de mercado, es decir califican "qué tan sensible es la cartera del fondo a los cambios en materia de tasas de interés, tipo de cambio, liquidez y, entre otros" (Ley de Mercados de Valores)

Cada calificadora tiene una manera de medir a las empresas y encontrar en que escala de riesgo se encuentran. Pero en general todas las calificadoras las dividen en los siguientes rubros.

Tabla 2 CALIFICACION DE RIESGOS PARA EMISIONES A LARGO PLAZO

Ranking			Descripción
MOODY'S	S&P	FITCH	
Aaa	AAA	AAA	Son las de mejor calidad, tienen extremadamente alta capacidad para cumplir con el pago de los intereses y capital.
Aa1	AA+	AA+	Tienen una muy fuerte capacidad de desembolso de la deuda. Posee un riesgo bajo
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	obligaciones de grado medio-alto, tienen un riesgo bajo, y son propensas a deteriorarse a largo plazo
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Compañías de nivel medio que presentan un riesgo crediticio medio.
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Muy propensas a los cambios económicos

Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	La situación financiera sufre variaciones notables.
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC+	Vulnerable en el momento y muy dependiente de la situación económica
Caa2	CCC	CCC	
Caa3	CCC-	CCC-	
Ca	CC	CC	Muy vulnerable, alto nivel especulativo
C	C	C	Vulnerable en el momento y muy dependiente de la situación económica
	D	D	Vulnerable en el momento y muy dependiente de la situación económica

FUENTE (López. A Managers Magazine)

Nota: Cuando se encuentran en una misma categoría por ejemplo AA las que poseen AA+ poseen un poco menos de riesgo de las AA, lo mismo ocurre con las AA-, y las de categoría B correspondientemente.

DIAGRAMA DEL PROCESO DE EMISIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

Este grafico nos muestra el proceso que se debe realizar con el fin de poder emitir bonos y obligaciones dentro de mercado de valores del Ecuador.

GRÀFICO 1 FLUJOGRAMA DEL PROCESO DE EMISIÓN DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL MERCADO DE VALORES



Como mencionamos anteriormente la ley de mercado de valores, es la que pone las pautas a seguir para este proceso. Como dice la el artículo 12 "Son intermediarios de valores únicamente las casas de valores, las que podrán negociar en dichos mercados por cuenta de terceros o por cuenta propia, de acuerdo a las normas que expida el Consejo Nacional de Valores (C.N.V.)"(Ley de mercado de valores)

Por lo que en base al flujo grama anterior tenemos que las etapas de la emisión de un bono u obligación es:

1. ESTRUCTURACION LEGAL FINANCIERA el emisor debe entregar todos los datos y cumplir con las normas que el C.N.V exija. De igual manera el prospecto tiene ser aprobado por la Superintendencia de Compañía, y encontrarse inscrito en Registro de Mercado de valores (R.M.V)
2. CALIFICACION DE RIESGO : En segundo paso es obtener una calificación de riesgo, la misma que debe ser otorgada por una calificadora autorizada, pasando el proceso descrito anteriormente en la explicación de calificación de riesgos
3. Autorización y aprobación del proceso de oferta pública por Intendencia de mercado de valores

Tras poseer la calificación de riesgos se debe proceder a enviar la propuesta al Consejo Nacional de Valores (CNV), el mismo que evaluara la propuesta, y posteriormente si es aprobada será emitida para la oferta pública

4. INSCRIPCION EN LA BOLSA

Esto se hace acudiendo a la Bolsa de Valores de Quito o de Guayaquil en donde la empresa podrá ofertar sus emisiones, y será la BV la encargada de negociarlas.

5. CASA DE VALORES

Encarga de intermediar entre la compra y venta de las emisiones, o en su efecto comprar con su capital papel comercial para negociarlos ellos posteriormente.

6. INVERSIONISTAS

Son los agentes del mercado que compran las emisiones que se negocian dentro del mercado de valores.

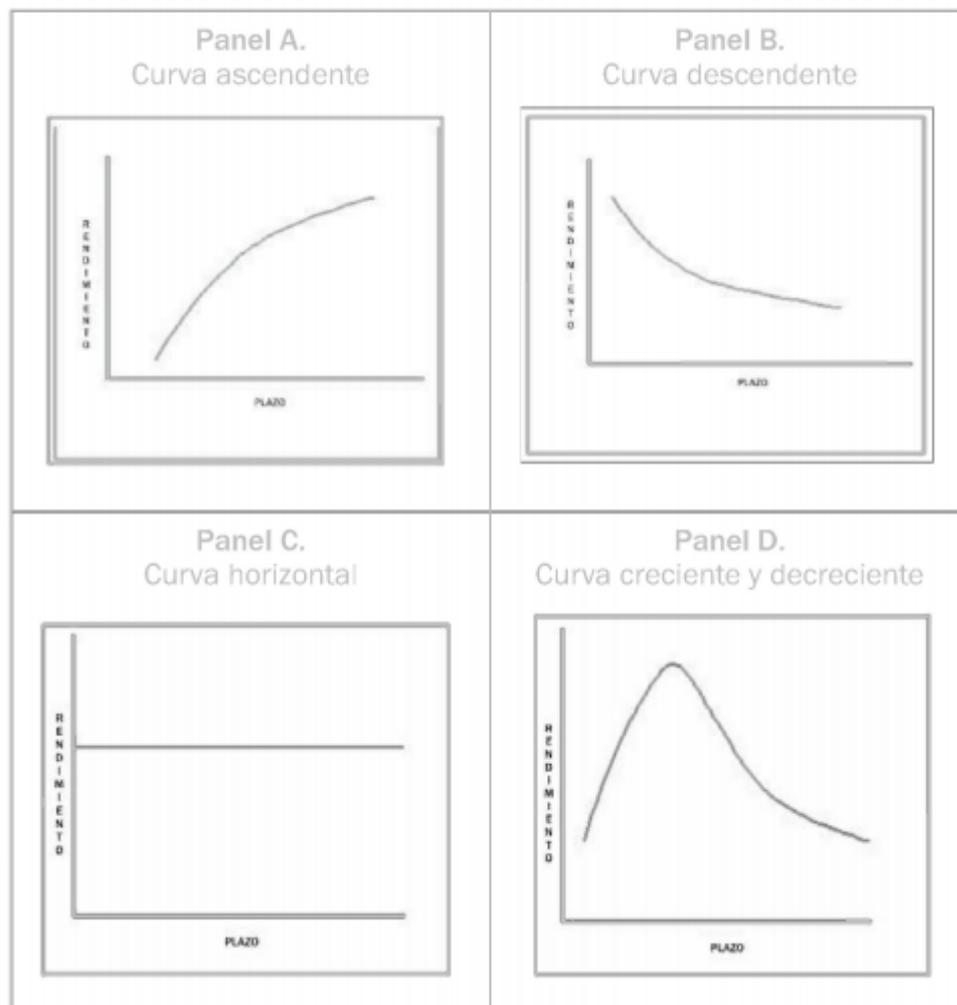
Curva de Rendimiento

La curva de rendimientos es un concepto básico dentro de la presente investigación, ya que es lo que se pretende conseguir en este trabajo. Por lo que es fundamental comenzar por explicar lo que una curva de rendimientos

La curva de rendimientos se muestra como una representación gráfica que muestra la relación que existe entre los rendimientos de una clase particular de títulos valores y el tiempo que falta para su vencimiento, lo cual es conocido como la estructura temporal de la tasa de interés (ETTI) para instrumentos con riesgo similar pero con diferentes plazos de maduración. La ETTI es un indicador de la evolución futura de los tipos de interés y de inflación, además, la mayoría de los activos financieros se valoran mediante este indicador, por lo cual también se considera básico en el diseño de estrategias de gestión de riesgos y en la toma de decisiones de inversión y financiación (Fernández J.L., Robles M.D., 2005, p. 243)

Las curvas de rendimientos en base a sus resultados pueden tomar diferentes formas, las cuales pueden clasificarse en 4 principales.

La primera de ellas denominada como curva ascendente la misma que aparece en la tabla a continuación (panel A).

Tabla 3 Formas de la curva de rendimiento

Fuente: Durán, R., Kikut, A., y Muñoz, E. 1996, pp.7

La curva crecimiento nos muestra una relación directamente proporcional entre el plazo de la emisión y la tasa de rendimiento, a mayor plazo, mayor tasa de rendimiento.

La segunda curva que aparece en es la curva descendente, la cual aparece en la tabla 9 en el panel b. Esta curva muestra una relación inversa entre plazo y rendimiento, ya que a mayor plazo menor es la tasa de rendimiento de la emisión.

La tercera curva que tenemos es una curva horizontal, la misma que aparece en el panel c de la tabla 9. Esta curvamuestra que no existe relación entre el plazo y la tasa de

rendimiento, es decir que independientemente del plazo que sea la tasa de rendimiento permanece constante. Esta relación se da con mayor frecuencia cuando los plazos son muy prolongados, ya que a mayor plazo la curva tiende a convertirse en una curva horizontal.

La última curva que aparece es la curva que se divide en dos etapas, la primera en donde se caracteriza por mantener una tendencia creciente, y en la segunda cambia su tendencia, convirtiéndose en una curva decreciente. Esta curva aparece en el panel d, este tipo de curvas aparecen cuando los rendimientos a mediano plazo son mayores que los rendimientos a corto plazo, pero menores que los rendimientos a largo plazo. Este tipo de curvas aparecen normalmente dentro de una etapa de recesión económica en donde la pendiente de la curva se torna negativa, ya que debido a la incertidumbre de lo que puede ocurrir en un futuro las tasas de rendimiento de las emisiones a largo plazo tienden a ser menores que las de corto plazo.

Nelson y Siagle

El método de Nelson y Siagle se utiliza en esta investigación como la base para la metodología de formación de una curva de rendimientos, al ser este un modelo matemático que nos permite construir esta clase de curvas parsimoniosas. Este modelo matemático está caracterizado por ser un modelo flexible que permite realizar un ajuste más óptimo de la curva.

Nelson y Siegel (1987) quienes proponen un modelo que no solo presenta un ajuste razonable para varias curvas de rendimiento sino que además contiene restricciones para las tasas cortas y largas, permitiendo que estas sean bien definidas. Diebold y Li (2006) reconocen en el modelo tres factores que favorecen su ajuste empírico, los cuales están relacionados con el nivel de la

curva, su pendiente y su curvatura.(Alfaro. R, Becerra. S, Sagner.S, 23 de mayo del 2010)

Razón por la cual múltiples organizaciones tanto públicas como privadas, utilizan el modelo Nelson-Siegel para ajustar la curva de rendimiento que tienen o realizar proyecciones.

Definición de términos

Curva de rendimiento: La curva de rendimientos, como es conocida en el ámbito financiero, describe los niveles de las distintas tasas de interés para diferentes plazos de vencimiento en los instrumentos de deuda conocidos como bonos (Diccionario de Economía, Definición curva de rendimiento)

Emisores: Son los agentes financieros es decir las compañías, bancos o ministerios que en busca de un financiamiento acuden al mercado de valores para emitir acciones, bonos, u obligaciones.(Superintendencia de Compañías)

Tasa de rendimiento: Es la tasa de retorno de un bono y tiene una relación inversa con el precio. Su cálculo tiene en cuenta el total de pagos de cupón, el precio de compra, el tiempo al vencimiento y el valor de salvamento (Diccionario de Economía, Definición de tasa de rendimiento)

Calificación de riesgo: Las calificaciones crediticias son opiniones prospectivas sobre el riesgo crediticio. Las calificaciones expresan la opinión sobre la capacidad y voluntad de un emisor, sea una empresa, estado o gobierno municipal, para cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones financieras

Las calificaciones crediticias también se refieren a la calidad crediticia de una emisión individual de deuda, como por ejemplo una emisión de bonos corporativos, municipales o instrumentos respaldados por hipotecas, y a la probabilidad relativa de que dicha emisión pueda incumplir en el pago. (Calificación de Riesgos, Standars and Poors)

Presunciones del Estudio

En el presente estudio se presume que no existe una diferencia entre las tasas de rendimientos de las emisiones, indiferentemente de su calificación de riesgo. De igual manera se considera que los agentes del mercado priorizar su tasa de rendimiento frente a su calificación.

Supuestos del Estudio

Se presume que los datos otorgados por la bolsa de valores se encuentran completos y abarcan los históricos de todas las emisiones negociadas en los últimos 18 meses, es decir desde mayo del 2011 hasta diciembre del 2013. Se considera también que todos los cálculos del TEA, y duraciones de las emisiones utilizados para realizar el anexo 1 (complementación de los datos de las operaciones diarias BVQ) de este trabajo de investigación se encuentran completos y sus resultados son ciertos. De igual manera se presume que todas las calificaciones de las emisiones han sido realizadas con criterios homogéneos y su resultado es el indicado, independientemente de la calificadora de riesgo que les otorgó la calificación.

Posteriormente en el trabajo se encuentra la revisión de la literatura, la misma que se ha dividido en base a los principales temas. Seguido a esto se encuentra la

explicación de la metodología que fue aplicada en la investigación, el análisis de los datos obtenidos, y por último aparece las conclusiones, falencias del estudio y recomendaciones.

REVISIÓN DE LA LITERATURA

Géneros de literatura incluidos en la revisión

Para la realización de esta tesis hemos tomado como herramienta de investigación el uso de diferentes métodos para que sea completa y posea la calidad de análisis que estamos buscando.

El primer método que hemos utilizado es la investigación en libros, bases de datos de la bolsa de valores, la Ley de Mercado de Valores Ecuatoriana, y diferentes publicaciones de bancos y universidades como por ejemplo; el banco central de Chile, la universidad de Medellín y estudios realizados por el banco BBVA. De igual manera se incorporaron libros de finanzas y matemáticas esto es básicamente para conocer la teoría, y el funcionamiento tanto del vector de precios como de las curvas de rendimientos. Ya que es fundamental entender cómo se forman, que se analiza en ellas y para que se usan dentro del mercado de valores.

De igual manera se utilizó un estudio realizado por España que explica como este país formo su curva de rendimientos. Esto es principalmente para ver si es aplicable dentro del Ecuador. Por otro lado la para la obtención de los datos se utilizó como método de investigación la recolección de fuentes históricas de las emisiones y titularizaciones, las mismas que nos han sido facilitada por la bolsa de valores de Quito (BVQ). Por otro lado para saber cómo se establece el mercado financiero en el Ecuador fue de vital importancia el uso de la ley de mercado de Valores que rigen actualmente.

Por último para conocer la realidad de cómo se maneja actualmente el mercado de valores, las fortalezas, debilidades y necesidades que tiene y explicar el comportamiento de los agentes del mercado, se realizó entrevistas a expertos de diferentes ámbitos del sector financiero. El primero de ellos el economista Mauricio Larrea, el mismo que trabaja dentro de la banca privada del sector financiero. Por otro lado obtuvimos la colaboración del economista Christian Valencia gerente de la Compañía de Titulación Hipotecaria conocida también como CTH. Por último participo en el proceso de entrevista el señor Ismael Vélez, gerente general de la casa de valores PICAVAL

Pasos en el proceso de revisión de la literatura

La obtención de fuentes para esta investigación se realizó mediante el uso de palabras claves, las mismas que aparecieron en base a la respuesta de la pregunta de investigación que fue planteada al inicio del trabajo.

Estas fuentes abarcan los principales conceptos de cómo se maneje el mercado de valores en el Ecuador y a nivel internacional, así como los principales componentes para la formación de una curva de rendimientos.

El primer paso en este proceso consistió en una investigación del panorama financiero del país, y en concreto de las bolsas de valores. De esta manera se puede observar el funcionamiento de este órgano financiero, las normas que debe seguir y las investigaciones que lleva a cabo.

Por lo que en base a esta entrevista se procedió a investigar acerca de la Superintendencia de Compañías y al Consejo Nacional de Valores (CNV), los cuales son los organismos que controlan la bolsa de valores, y establecen las normas mediante la Ley de Mercado de Valores Ecuatoriana.

Después se realizó una búsqueda de los elementos claves que aparecen dentro de la Ley, los mismos que fueron obtenidos principalmente en enciclopedias on- line. Posteriormente se procedió a la investigación del modelo matemático de Nelson y Siagle, su teoría, sus beneficios para este estudio y las limitaciones que posee. Todo esto en base a los datos obtenidos.

Por último se realizaron las entrevistas a los diferentes agentes del mercado, los mismos que mencionaron los principales problemas que ellos como involucrados directos del sistema financiero ven que existe, y de igual manera propusieron posibles alternativas para disminuir los efectos de los distorsionadores.

Formato de la revisión de la literatura

La revisión de la literatura de este trabajo de investigación se dividió en 5 partes. La primera de ellas que es una breve reseña sobre el mercado de valores denominada antecedentes históricos del mercado de valores en el Ecuador esta sección da una breve explicación de que es el mercado y como se formó en el Ecuador.

La segunda parte que la formación del mercado de valores en el Ecuador. La cuarta parte de esta investigación es la ley del mercado de valores que rige actualmente en el Ecuador, sus artículos principales y estructuras. Después de conocer cómo funciona el mercado de valores llegamos a la cuarta parte de la literatura, la cual nos explica cuáles son los problemas actuales con la ley de mercado de valores, y sus repercusiones dentro del mercado de valores.

Por ultimo para poder plantear la solución a la pregunta de investigación y cumplir con la hipótesis de esta investigación la quinta parte de la literatura de este

trabajo radica en el modelo matemático que ha sido utilizado para la formación de la nueva curva de rendimientos por lo que esa sección se denomina Modelo Nelson y Siegel.

A continuación aparecen las 5 partes de la literatura explicadas claramente.

Antecedentes Históricos

La Bolsa de valores Ecuatoriana tiene sus orígenes en el año 1935 en la ciudad de Guayaquil, en donde se estableció la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C, pero debido a la falta de conocimiento de las personas sobre estas instituciones hizo que duraran tan solo un mes abiertas. Pero fue en el año 1964 a raíz de que se creó la Ley de comisión de Valores que se crea la Comisión de Valores-Corporación Financiera Nacional, la misma que tenía como fin conceder créditos. Pero debido al crecimiento económico que se había dado en el Ecuador en esos años, se vio en la necesidad de crear nuevamente la bolsa de valores en el país.

Por lo que es .en Marzo 26 de 1969, cuando se expide la Ley No.11 "que faculta el establecimiento de bolsas de valores, compañías anónimas, otorgando facultad a la Comisión de Valores – Corporación Financiera Nacional para fundar y promover la constitución de la Bolsa de Valores de Quito C.A."(BVQ)

Formación del mercado de valores en el Ecuador

El mercado de valores en el Ecuador está constituido por tres sectores. El primero de ellos es el *mercado bursátil, el extrabursátil y por último el privado. El*

mercado de valores utiliza los mecanismos previstos en la ley de mercado de valores. De manera que pueda conducir de manera efectiva los recursos financieros hacia las actividades productivas, Esto se intenta conseguir mediante una óptima negociación de valores, tanto en el segmento bursátil como en el extrabursátil.

Para entender de manera clara empezaremos por definir según el artículo III de la ley de mercado de valores, lo que es el mercado bursátil, es decir aquel conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores (RMV) y en las bolsas de valores, realizadas en éstas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la presente Ley (ley de mercado de valores)

Por otro lado tenemos el sector de mercado extrabursátil, el mismo que se desenvuelve fuera de las bolsas de valores. En este sector participan los intermediarios de valores, los mismos que se encuentran autorizados. De igual manera participan inversionistas institucionales, estos negocian con valores que se encuentran inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

Por último tenemos el sector del mercado privado, el cual como menciona el III artículo de la ley anteriormente mencionada se entiende como las negociaciones de mercado que se realizan en forma directa entre comprador y vendedor sin la intervención de intermediarios de valores o inversionistas institucionales.(ley de mercado de valores,2005)

LEY DE MERCADOS DE VALORES

De acuerdo con lo expuesto en los artículos 11 y 12 de la ley del título IV de la Ley de mercado de valores encontramos

Art. 11.- Concepto y alcance.- Oferta pública de valores es la propuesta dirigida al público en general, o a sectores específicos de éste, de acuerdo a las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V., con el propósito de negociar valores en el mercado. Tal oferta puede ser primaria o secundaria.

Oferta pública primaria de valores, es la que se efectúa con el objeto de negociar, por primera vez, en el mercado, valores emitidos para tal fin.

Oferta pública secundaria de valores, es la que se efectúa con el objeto de negociar en el mercado, aquellos valores emitidos y colocados previamente.

Art. 12.- De los requisitos.- Para poder efectuar una oferta pública de valores, previamente se deberá cumplir con los siguientes requisitos:

1. Tener la calificación de riesgo para aquellos valores representativos de deuda o provenientes de procesos de titularización, de conformidad al criterio de calificación establecido en esta Ley. Únicamente se exceptúa de esta calificación a los valores emitidos, avalados o garantizados por el Banco Central del Ecuador o el Ministerio de Finanzas, así como las acciones de compañías o sociedades anónimas, salvo que por disposición fundamentada lo disponga el C.N.V. para este último caso;
2. Encontrarse inscrito en el Registro del Mercado de Valores tanto el emisor como los valores a ser emitidos por éste; y,
3. Haber puesto en circulación un prospecto o circular de oferta pública que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.

La Superintendencia de Compañías procederá a la inscripción correspondiente en el Registro del Mercado de Valores, una vez que los emisores le hayan proporcionado, la información completa, veraz y suficiente 12 sobre su situación

financiera y jurídica de conformidad con las normas que expida el C.N.V.(Ley de mercado de valores, 2005)

Registro del mercado de valores

De acuerdo con lo expuesto en la ley de mercado de valores en los articulo 18 y 21 nos explica cómo funciona el Registro de mercado de valores y como se establecen las normas para emisiones públicas y privadas

Art.18.-Del alcance y contenido.-Créase dentro de la Superintendencia de Compañías el Registro del Mercado de Valores en el cual se inscribirá la información pública respecto de los emisores, los valores y las demás instituciones reguladas por esta Ley.

La inscripción en el Registro del Mercado de Valores, constituye requisito previo para participar en los mercados bursátil y extrabursátil.

En el Registro del Mercado de Valores deberán inscribirse:

1. Los valores que sean objeto de oferta pública y sus emisores;
2. Las bolsas de valores y sus reglamentos de operación;
3. Las casas de valores y sus reglamentos de operación;
4. Los operadores de las casas de valores;
5. Los operadores que actúen a nombre de los inversionistas institucionales;
6. Los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y, sus reglamentos internos y de operación;
7. Los fondos de inversión, sus reglamentos internos y contratos de incorporación;
8. Las cuotas emitidas por los fondos de inversión colectivos;
9. Los valores producto del proceso de titularización;

10. Las administradoras de fondos de inversión y fideicomisos y sus reglamentos de operación;
11. Los contratos de fideicomiso mercantil y de encargos fiduciarios, de conformidad con las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V.
12. Las calificadoras de riesgo, su comité de calificación, su reglamento interno y, procedimiento técnico de calificación;
13. Las compañías de auditoría externa que participen en el mercado de valores; y,
14. Los demás entes, valores o entidades que determine el C.N.V.

Art.21.-De la inscripción de valores del sector público.- La inscripción de valores emitidos por el Estado y las entidades del sector público, en ejercicio de las facultades concedidas por sus propias leyes, será automática y de carácter general, bastando para el efecto el sustento legal que autorice cada emisión y una descripción de las características esenciales de dichos valores.(Ley de mercado de valores)

CASA DE VALORES

Art.56.-De su naturaleza y requisitos de operación.- Casa de valores es la compañía anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías para ejercer la intermediación de valores, cuyo objeto social único es la realización de las actividades previstas en esta Ley. Para constituirse deberá tener como mínimo un capital inicial pagado equivalente a cuarenta mil UVC, cotizados a la fecha de la apertura de la cuenta de integración de capital, que estará dividido en acciones nominativas.

Las casas de valores deberán cumplir los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y controles que determine el C.N.V., tomando en consideración el desarrollo del mercado de valores y la situación económica del país. El incumplimiento de estas disposiciones reglamentarias será comunicado por las casas de valores a la Superintendencia de Compañías, dentro del término de cinco días de ocurrido el hecho y, deberá ser subsanado en el plazo y la forma que determine dicho organismo de control.

Los grupos financieros, las instituciones del sistema financiero privado, podrán establecer casas de valores, si constituyen una filial distinta de la entidad que funge como cabeza de grupo en la que el porcentaje de su propiedad sea el autorizado por la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero (LEY DE MERCADO DE VALORES)

1.1 TABLA 4 CASAS DE VALORES ECUATORIANAS

NOMBRE CIA
ACCIONES Y VALORES CASA DE VALORES S.A. ACCIVAL
ACTIVA ASESORIA E INTERMEDIACION DE VALORES ACTIVALORES CASA DE VALORES S.A.
ALBION CASA DE VALORES S.A.
AMAZONAS CAPITAL MARKETS CASA DE VALORES S. A. AMACAP
ANALYTICA SECURITIES C.A. CASA DE VALORES
CASA DE VALORES ADVFIN S. A.
CASA DE VALORES APOLO S.A. VALORAPOLO

CASA DE VALORES BANRIO S.A.
CASA DE VALORES COFIVALORES S.A.
CASA DE VALORES COFIVALORES S.A.
CASA DE VALORES DEL PACIFICO VALPACIFICO S.A.
CASA DE VALORES PRODUVALORES S.A.
CASA DE VALORES VALUE S.A.
CITADEL CASA DE VALORES S.A.
CITITRADING S.A. CASA DE VALORES
COMISIONISTAS BURSATILES COMBURSATIL CASA DE VALORES S.A.
COMPANIA PRUEBA SOCIEDAD ANONIMA
CORPORACION ORGANIZADA DE VALORES S. A. COVSA CASA DE VALORES
ECOFSA, CASA DE VALORES S.A.
FIDUVALOR CASA DE VALORES S.A.
IBCORP CASA DE VALORES S.A.
IBCORP CASA DE VALORES S.A.
IBCORP-GUAYAQUIL CASA DE VALORES S. A.
INMOVALOR CASA DE VALORES SOCIEDAD ANONIMA
INTERVALORES CASA DE VALORES S.A.
MASVALORES CASA DE VALORES S. A. CAVAMASA
MERCAPITAL CASA DE VALORES S.A.
MERCHANTVALORES CASA DE VALORES S.A.
METROVALORES CASA DE VALORES S.A.

MOREANO BORJA CASA DE VALORES C.A.
PICHINCHA CASA DE VALORES PICAVAL S.A.
PLUSVALORES CASA DE VALORES S.A.
PORTAFOLIO CASA DE VALORES S.A. PORTAVALOR
PROBROKERS S.A. CASA DE VALORES
R&H ASOCIADOS CASA DE VALORES R&HVAL S.A.
REAL CASA DE VALORES DE GUAYAQUIL S.A. CASAREAL
SANTA FE CASA DE VALORES S.A.
SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES SCCV
STRATEGA CASA DE VALORES S.A.
SU CASA DE VALORES SUCAVAL S.A.
VECTORGLOBAL WMG CASA DE VALORES S.A.
VENTURA CASA DE VALORES VENCASA S. A.

Fuente Superintendencia de Compañías, Intendencia de Mercado de Valores.

BOLSA DE VALORES

Conforme aparece en la ley de mercado de valores dentro del título X la bolsa de valores se explica como aparece en el artículo 44

Art.44.-Bolsas de valores son las corporaciones civiles, sin fines de lucro, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto brindara sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores. Podrán realizar las demás actividades conexas que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores, las mismas que serán previamente autorizadas por el C.N.V.(LEY DE MERCADO DE VALORES)

En el Ecuador existen 2 bolsas de valores las de Quito (BVQ) y la bolsa de valores de Guayaquil (BVG)

CONCEPTO DE VALOR

Para poder entender lo que el significado de valor usaremos el que aparece dentro de la ley en el artículo 2.

Art.2.-Concepto de valor.-Para efectos de esta Ley, se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores.(LEY DE MERCADO DE VALORES)

Vector de precios

Principios para la valoración de inversiones

Según la **RESOLUCIÓN No. CNV-003-2005** del Consejo Nacional de Valores que rige en el Ecuador, y mediante la cual se establece las normas claves para la determinación del precio, y por el ende la formación del vector de precios en su primer artículo dice.

La valoración de las inversiones, así como la metodología de valoración presentada en este manual, se han estructurado para alcanzar el objetivo previsto en el artículo 59 de la Constitución Política de la República "No podrá crearse ninguna prestación ni mejorar las existentes a cargo del seguro general obligatorio, si no se

encontraren debidamente financiadas, según estudios actuariales”(Constitución Política de la República del Ecuador, art 59) y para establecer la política general del mercado de valores, y regular su funcionamiento, usando a la Superintendencia de Compañías, como órgano rector del mercado de valores, para cuyo cumplimiento debe atender los siguientes principios:

1.1 Equidad.- Otorgar un tratamiento equitativo a los inversionistas (partícipes, beneficiarios o comitentes, según sea el caso) actuando imparcialmente, en igualdad de condiciones y oportunidades, evitando cualquier acto, conducta, práctica u omisión que pueda resultar en beneficio o perjuicio de alguno de ellos;

1.1.1 Transparencia.- La administración y control del procedimiento técnico de valoración está abierto al escudriño público, a los usuarios del sistema, organismos de control y regulación; y al resto de participantes del mercado de valores

1.2 Conflicto de intereses.- El proceso implementado debe dar prioridad en todo momento a los intereses de los fondos o fideicomisos mercantiles con fines de inversión o de los portafolios de terceros que administre sobre los suyos propios; sus accionistas, grupo económico o empresas vinculadas en los términos de la Ley de Mercado de Valores, su personal o terceros vinculados;

1.3 Reserva de la información.- Mantener absoluta reserva de la información privilegiada a la que se tenga acceso y de aquella información relativa a los partícipes o beneficiarios, o comitentes según el caso, absteniéndose de utilizarla en beneficio propio, o de terceros;

1.4 Competencia.- Disponer de recursos idóneos y necesarios, así como de los procedimientos y sistemas adecuados para desarrollar eficientemente sus

actividades vinculadas a los fondos ofideicomisos mercantiles con fines de inversión, o portafolios de terceros, según el caso;

1.5 Honestidad, cuidado y diligencia.- Desempeñar sus actividades con responsabilidad y honestidad, así como con el cuidado y diligencia debidos en el mejor interés de los fondos ofideicomisos mercantiles con fines de inversión o portafolios de terceros, evitando actos que puedan deteriorar la confianza de los participantes del mercado y respetando fielmente las metodologías o técnicas informadas a la Superintendencia de Compañías para la determinación de las tasas de rendimiento de los instrumentos representativos de deuda que conforman los portafolios de los fondos de inversión, fideicomisos mercantiles con fines de inversión y portafolios de terceros a cargo de las casas de valores, utilizando la información necesaria y relevante;

1.6 Información e inversionistas.- Ofrecer a los inversionistas de los fondos de inversión; fideicomisos mercantiles con fines de inversión; y, comitentes que conforman los portafolios de terceros, toda la información de que dispongan cuando pueda ser relevante para la adopción de decisiones de inversión por parte de ellos. Informar sobre los atributos de rentabilidad, riesgo y liquidez que caracterizan a las inversiones. Toda información a los inversionistas debe ser clara, correcta, precisa, suficiente y oportuna, para evitar interpretaciones erradas y debe revelar los riesgos que cada operación conlleva;

1.7 Objetividad y prudencia.- Actuar con exhaustiva rigurosidad profesional y moderación en la obtención, procesamiento y aplicación de la información relacionada a las decisiones de inversión y valuación de los activos de los

portafolios respectivos, a fin de precautelar los intereses de éste y de sus inversionistas;

1.8 Mercado.- La valorización de los activos financieros de los portafolios de inversión dará prioridad a la información de las operaciones que se realicen en los mecanismos de negociación y recogida de las fuentes transaccionales establecidas en esta metodología;

1.9 Consistencia.- Mantener en el tiempo la estabilidad y la uniformidad de los criterios y procedimientos utilizados en los procesos de valoración que se realice a los activos financieros de los portafolios de inversión; y,

1.10 Observancia.- Cumplir con las normas que regulan el ejercicio de sus actividades; así como con sus propios procedimientos establecidos en los reglamentos internos y manuales de operación. (RESOLUCIÓN No. CNV-003-2005, 9 de julio del 2009)

SELECCIÓN DE LA MUESTRA

El Vector de Precios de Instrumentos Financieros transados en el mercado local, por lo que para la selección de su muestra la resolución N0. CNV. 003-2005 establece en el artículo 5 que las negociaciones que podrán ser incluidas en la muestra son:

5.1.1 Sólo se incluirán las operaciones de compra-venta definitiva cuya fecha máxima de cumplimiento sea de $t+3$. Se excluirán las operaciones a plazo, reporto y cualquier otra operación diferente a las indicadas previamente;

5.1.2 Se incluirán en la muestra las subastas directas del Banco Central del Ecuador, de ser el caso; y,

5.1.3 Se excluirán de todos los cálculos de información para valoración los cupones y principales de los títulos cuya negociación se realice en forma independiente del título completo, es decir, aquellos cupones de interés o capital cuyas transacciones se realicen separadamente del títulovalor al que originalmente pertenecieron. (RESOLUCIÓN No. CNV-003-2005, 9 de julio del 2009)

A esto se debe añadir que se aplican diferentes filtros sobre todas las operaciones seleccionadas en la muestra. Estos filtros se en tres, los mismos que se muestra a continuación.

- **Filtro por monto:**

Monto mínimo que deben cumplir las operaciones para que puedan ser tomadas en cuenta. El monto deberá ser igual o mayor a US\$ 10,000.

- **Filtro por tasa;**

La variación no será mayor al 10% de la rentabilidad promedio vigente a la fecha de valoración.

- **Filtro por fecha;**

Las operaciones pueden ser máximao hasta $t + 3$, donde t representa la fecha de negociación.

CATEGORIZACION

Una vez que se realiza la selección de la muestra y los filtros correspondientes se procede con la categorización de los mismos. Esto consiste en agrupar los títulos, de manera que se puedan clasificar a las negociaciones realizadas, esto se da en base a diferentes criterios de segmentación, los mismos que están explicados en el artículo 5 de la Resolución del consejo nacional de valores, y son los siguientes:

Clase

Agrupación según el tipo de título y la naturaleza del emisor: sector privado (financiero/no financiero) y sector público.

Los parámetros iniciales asignados a la agrupación por clase de título son los siguientes:

TABLA 5 CLASE

Código	Clase
1	Min. Fin. / Bco. Central
2	Otros sector público
3	Sector privado financiero
4	Sector privado no financiero
5	Multilaterales y supranacionales

Dentro de cada clase constarán los títulos correspondientes a la naturaleza de cada emisor.

Calificación de riesgo

Corresponde a la agrupación de títulos tomando en cuenta la calificación de riesgo, el tipo de título y la naturaleza del emisor. Al ser considerada la calificación un parámetro para efectos de la aplicación de la metodología podrá ser objeto de modificaciones a criterio de los Administradores del Sistema

Tabla 6 Calificación de Riesgo

Código	Calificación		
1000	AAA+	AAA	AAA-
2000	AA+	AA	AA-
3000	A+	A	A-
4000	BBB+	BBB	BBB-
5000	Menor a BBB-		
6000	Sin Calificación		

Tipo de tasa

Categorización teniendo en cuenta el tipo de tasa nominal pactada en el valor al momento de su emisión: Libor, TPR, Fija, etc.)

Tabla 7 Tipo de tasa

Código	Tipo de Tasa
100	Fija
200	Activa referencial

	BCE
300	Pasiva referencial BCE
400	Libor
500	Prime

Monedas o unidades

Corresponde a la agrupación de títulos teniendo en cuenta la moneda de denominación del título (dólar, euro u otras). Al ser considerada la moneda un parámetro para efectos de la aplicación de la metodología, podrá ser objeto de modificaciones, a criterio de los Administradores del Sistema previa aprobación de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Superintendencia de Compañías. Los parámetros iniciales asignados a la agrupación por moneda son los siguientes:

Tabla 8 Monedas o Unidades

Código	Moneda
10	Dólar
20	Euro

Días hasta el vencimiento

Denota la agrupación de títulos teniendo en cuenta los días hasta el vencimiento contados a partir de la fecha de celebración de la operación en el sistema transaccional respectivo. Al ser considerados los días hasta el vencimiento un parámetro para efectos

de la aplicación de la metodología podrá ser objeto de modificaciones a criterio de los Administradores del Sistema previa aprobación de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Superintendencia de Compañías.

Los parámetros iniciales asignados a la agrupación por días al vencimiento son los siguientes:

Tabla 9 Días de vencimiento

Código	Días hasta el Vencimiento
100000	365 – 730 días
110000	731 - 1.095 días
120000	1.096 - 1.825 días
130000	1.826 - 2.555 días
140000	2.556 – 3.650 días
150000	Más de 3.650 días

Cálculos

Según la muestra disponible se toma uno de dos caminos para encontrar el precio de referencia que permitirá valorar los Instrumentos Financieros: Este procedimiento se encuentra especificado dentro de la Resolución del consejo Nacional de Valores, y se muestra a continuación.

El procedimiento para determinar los precios y rendimientos de cada título específico una vez realizada la clasificación de acuerdo a los criterios descritos en el numeral anterior es el siguiente:

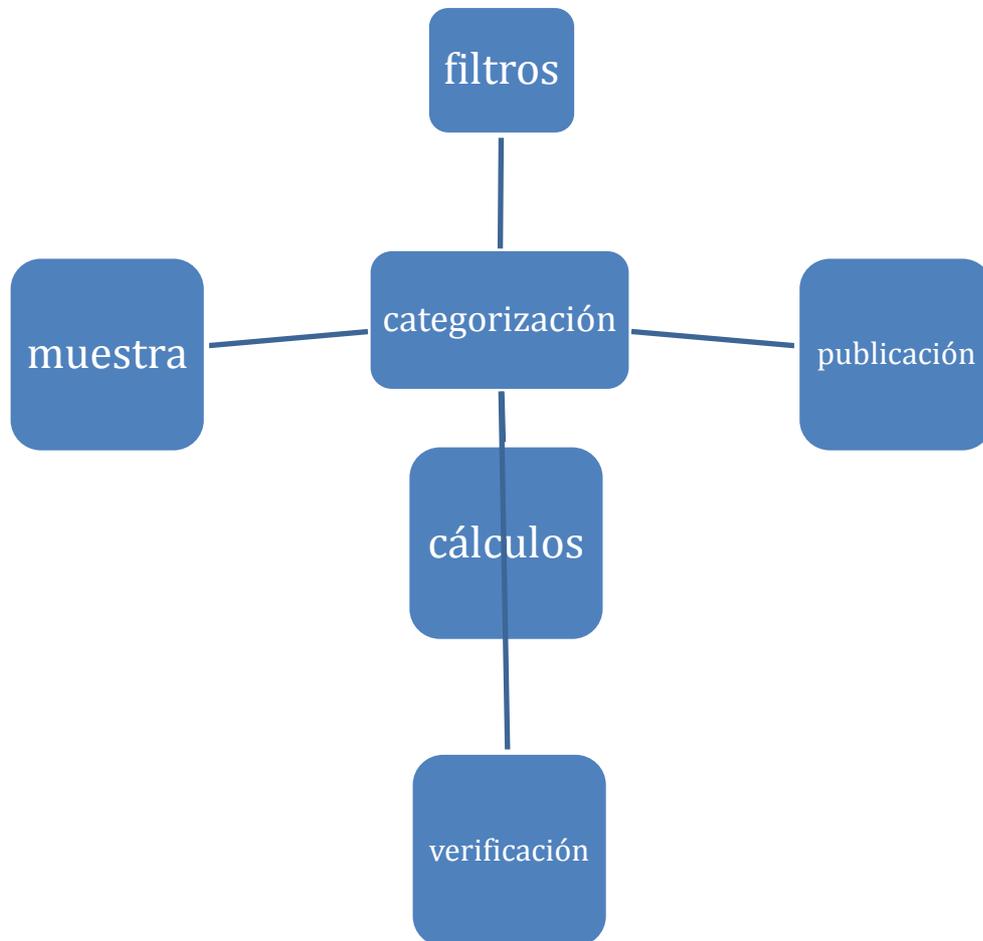
- a) Si se cumplen las condiciones señaladas para el cálculo del precio promedio para cada categoría, la prioridad en el cálculo será el precio promedio.
- b) El precio promedio, en caso de cumplirse las condiciones descritas, se calculará a partir del rendimiento promedio.
- c) En caso de que no se pueda calcular el precio promedio, se procederá a calcular el precio estimado en base a la tasa de referencia proveniente de la curva estimada que le corresponda o el indicador o índice respectivo y el margen calculado, histórico o referido correspondiente.
- d) Los cupones y principales de los títulos que se negocien en forma independiente, que hagan parte de títulos que utilicen la curva estimada para obtener la tasa de referencia, se deberán valorar con la tasa de descuento obtenida a partir de la tasa que le corresponda en la curva estimada y el margen del título completo al que pertenecen.
- e) Los cupones y principales de títulos que se negocien en forma independiente, que hagan parte de títulos que utilicen un indicador o índice como tasa de referencia, se deberán valorar con la tasa de descuento obtenida a partir del indicador o índice que le corresponda y el margen del título completo al que pertenecen. (RESOLUCIÓN No. CNV-003-2005, 9 de julio del 2009)

Verificación

Para realizar el proceso de verificación los administradores del Sistema de información deben revisar diariamente que los vectores coincidan en tasas y precios, de manera que puedan comprobar que los cálculos se encuentran bien realizados para poder proceder con su publicación final.

Proceso Técnico de Valoración

Grafico 2 Proceso de Valoración



Por lo que como vemos en este grafico el proceso de verificación del precio de una emisión y obligación empieza con la selección de la muestra, la misma que una vez escogida debe pasar por diferentes filtros, para luego ser categorizada por clase, calificación de riesgo, tipo de tasa, monedas o unidades y días hasta el vencimiento.

Una vez categorizadas se procede a realizar los cálculos pertinentes, los mismo que pueden ser basarse en 2 parámetros, la tasa promedio y la tasa estimada. Una vez ya

hechos los cálculos se comprueban que estos sean correctos para pasar al proceso de publicación del vector de precios. Este es usado dentro de las instituciones que son obligadas a valorar sus portafolios a precios de mercado. Estas son:

- Las instituciones que conforman el sistema nacional de seguridad social
- Las administradoras de fondos y fideicomisos, y los fondos de inversión y fideicomisos mercantiles de inversión inscritos que administren.
- Los portafolios propios y de terceros de las casas de valores.

Precio promedio

El precio promedio se calculará a partir del rendimiento promedio. Pero para llegar al rendimiento promedio se deben cumplir con una serie de normas, las mismas que están especificadas dentro de la Resolución del Consejo Nacional de Valores, el cual se detalla a continuación.

El rendimiento promedio será calculado con las operaciones que hayan superado los filtros respectivos (de monto / tasa descritos en el numeral 5.2) de conformidad con las siguientes normas:

5.4.1.1 Se calculará el rendimiento promedio con las operaciones celebradas sobre un mismo título, de un mismo emisor, con idénticas características de tasa y estructura de pago de intereses y amortización del capital y cuyas fechas de vencimiento no difieran en más de 30 días calendario;

5.4.1.2 Se considerará que procede el cálculo de rendimiento promedio para valorar cuando se reporten cerradas el número mínimo de transacciones exigidas, que hayan pasado los filtros respectivos, en el número mínimo de días de negociación exigidos. Dentro de la metodología descrita en este manual, esos

números mínimos de operaciones requeridas y de días de negociación son parámetros y por ende susceptibles de modificación a criterio de los Administradores del Sistema, previo conocimiento y aprobación de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Superintendencia de Compañías. Para la aplicación inicial de esta metodología dichos números serán de tres (3) operaciones válidas realizadas en los últimos sesenta (60) días hábiles bursátiles, incluyendo el día de la valoración;

5.4.1.3 La fórmula para calcular el rendimiento promedio es:

$$\overline{TIR} = \frac{\sum_{i=1}^K (TIR_i * VP_i)}{\sum_{i=1}^K VP_i}$$

Dónde:

TIR Rendimiento efectivo promedio ponderado porcentual, expresado con hasta cuatro (4) decimales.

TIR Rendimiento efectivo de la operación de contado *i*.

VP_i Valor Nominal Residual o Valor Par.

Cálculo del precio promedio.

El precio promedio se obtiene de encontrar el valor presente de los flujos futuros de un título, descontándolos a la tasa de rendimiento promedio que le corresponda. Para este proceso se utilizará la ecuación mostrada anteriormente. (RESOLUCIÓN No. CNV-003-2005, 9 de julio del 2009)

Calculo del Margen

Los Administradores del Sistema calcularán el margen por cada operación reportada por las fuentes transaccionales con base en los flujos futuros de fondos por concepto de intereses y capital que conforman el título objeto de la operación, teniendo en cuenta la tasa de referencia que le corresponda.

Fórmula para determinar el margen para cada operación

$$M = \left[\left[\left(1 + \frac{TIR}{100} \right) / \left(1 + \frac{TR}{100} \right) \right] - 1 \right] * 100$$

Agrupaciones por categoría para cálculo del margen promedio.-

Una vez calculado el margen sobre cada una de las operaciones que hayan pasado los filtros respectivos, se procederá a calcular el margen promedio de los títulos objeto de las operaciones que correspondan a una misma categoría.

Esto se logra mediante la siguiente ecuación

$$\overline{M}_K = \frac{\sum_{i=1}^n m_i * VP_i}{\sum_{i=1}^n VP_i}$$

- El margen promedio se pondera por el monto nominal de cada operación.
- Categorías de Márgenes: Plazo, Tasa, Calificación de Riesgo, Sector.
- Para el cálculo de cada margen, serán tomados en cuenta únicamente títulos negociados en los últimos 60 días, desde la fecha de valoración.

.(RESOLUCIÓN No. CNV-003-2005, 9 de julio del 2009)

El Precio y el Rendimiento Estimado

En caso de que no se cumplan las condiciones que dan lugar al cálculo de la tasa y precio promedio, se procederá con la determinación del precio y tasa estimada, para lo cual es indispensable la determinación de MARGENES y TASAS DE REFERENCIA.

La tasa de referencia es la tasa porcentual expresada en términos efectivos anuales, que junto con el margen conforma la tasa de descuento, la cual se utiliza para calcular el valor actual de los flujos del título que se quiere valorar.

$$PrecioEstimado = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{[(1+TR)(1+M)]^{n/360}}$$

TASAS DE REFERENCIA

Las tasas de referencia para cada categoría de valores serán:

- Para títulos de tasa variable será el indicador o el índice pactado contractualmente (tasa pasiva, activa, libor, prime).
- Para títulos de tasa fija, serán las tasas de rentabilidad efectiva anual de la curva denominada curva de rentabilidad del sector público. La curva de rendimientos se calcula con una ecuación de regresión de las variables tasa y plazo por vencer.

.(RESOLUCIÓN No. CNV-003-2005, 9 de julio del 2009)

PROBLEMAS ACTUALES CON LA LEY

1. Negociaciones de títulos siempre a un mismo precio

Problema:

Existen títulos que se negocian siempre a un mismo precio, ajustando la tasa de rendimiento en la medida necesaria para obtener dicho precio.

La metodología de valoración obtiene tasas de descuento promedio, por lo tanto el precio que se publica en el vector no coincide con el precio observado en el mercado.

Tabla 10 precios observado en el mercado

Fecha Neg	Tip Tasa	Calif	Sector	Emisor	Precio	Tasa	Plazo	Rend	TIR	Monto	V.Efectivo	Fecha Venc.	Tir Promedio
19-dic-11	FIJA	AAA	Tit Real	TITULARIZACIÓN SINDICADA - EQUITATIS IBC	100.0000	6.75	527.00	6.6882	6.8578	3,600,000	3,600,000	06-jun-13	
09-ene-12	FIJA	AAA	Tit Real	TITULARIZACIÓN SINDICADA - EQUITATIS IBC	100.0000	6.75	506.00	6.6848	6.8542	5,000,000	5,000,000	06-jun-13	
10-feb-12	FIJA	AAA	Tit Real	TITULARIZACIÓN SINDICADA - EQUITATIS IBC	100.0000	6.75	476.00	6.6815	6.8508	6,100,000	6,100,000	06-jun-13	
13-mar-12	FIJA	AAA	Tit Real	TITULARIZACIÓN SINDICADA - EQUITATIS IBC	100.0000	6.75	443.00	6.6804	6.8497	34,000	34,000	06-jun-13	6.8537%

Capital	1,000.00	Fecha Valor	13-mar-12
Tasa	6.75000% fija	Int. Transc.	19.6875
Rendimiento	6.7500% años	Valor Efectivo	999.95
TEA	6.8537%	Valor Total	1019.64
Cupón (si / no)	SI	Valor Neto	1019.64
Días transc./ por transc.	105	Frecuencia	Semestral
Precio	99.9955%		
Total a pagar	1,019.64		

Período	Capital	Fecha inicio	Interés	Amortización	Recuperación	Fecha Venc.	Valor Presente
1	1,000.00	28-nov-11	33.937500	0.00	33.94	29-may-12	33.47
2	1,000.00	29-may-12	34.687500	0.00	34.69	04-dic-12	33.06
3	1,000.00	04-dic-12	34.125000	1,000.00	1,034.13	06-jun-13	953.12

2. Colocaciones primarias que se valoran con margen

Problema:

Existen colocaciones primarias que al no completar las tres operaciones mínimas para marcar tasa promedio, se están valorando con tasa de referencia y margen, dando como resultado una tasa y un precio de publicación diferente al observado en el mercado.

Tabla 11 Cálculo tasa y precio

Fecha Neg	Tip Tasa	Calif	Emisor	Precio	Fecha Valor	Tasa	Plazo	Rend	TIR	Monto	Fecha Venc.	Tir Promedio
19-ene-12	FIJA	AA	Fideicomiso Mercantil Irrevocable "Fideicomiso Titularización de Flujos Jaher"	100	19-ene-12	8,50	1800	8,5000	8,7748	1.500.000	19-ene-17	
25-ene-12	FIJA	AA	Fideicomiso Mercantil Irrevocable "Fideicomiso Titularización de Flujos Jaher"	100	25-ene-12	8,50	1794	8,4994	8,7742	100.000	19-ene-17	8,7748%

CALIF.	EMISOR	FECHA EMISIÓN	FECHA VENCIMIENTO	PLAZO POR VENCER	TASA INTERES CUPÓN VIGENTE	FORMA DE REAJUSTE DE INTERES	TASA DE REFERENCIA	MARGEN	TASA DE DESCUENTO	RENDIMIENTO NOMINAL	PRECIO
AA	Fideicomiso Mercantil Irrevocable "Fideicomiso Titularización de Flujos Jaher"	19-ene-12	19-ene-17	1.794	8,500%	TASA FIJA 8.50%	5,9588%	2,2572%	8,3505%	8,1010%	100,9170%

3. Limitar cambios en los precios por razones ajenas al mercado

Problema:

Siguiendo la metodología de valoración, cuando se debe cambiar el uso de la tasa promedio por la tasa de referencia o estimada (debido a que hay menos de 3 operaciones), el precio publicado puede variar fuertemente, afectando el valor de los portafolios.

4. Optimizar el filtro de tasa

Problema:

El filtro de tasa actualmente es un +- 10% de la tasa promedio del valor correspondiente. Si alguna operación no pasa el filtro es eliminada de la muestra.

No obstante, puede darse el caso de estar excluyendo operaciones que no representan negociaciones aisladas (que es el objetivo del filtro) sino un cambio de tendencia en la tasa de negociación del título. Este problema se intensifica si tomamos en consideración que contamos con un mercado poco líquido.

5. Optimizar el filtro de monto

Problema:

Se aplica el mismo filtro por monto de 10,000 dólares a todos los títulos, sin considerar que se trata de valores de diferentes características (monto total de la emisión, valor nominal de los valores emitidos, etc.).

6. Uso de tasa activa referencial como tasa de referencia para el cálculo del precio estimado para titularizaciones de cartera hipotecaria

Manual de valoración:

Procedimiento para calcular el precio promedio en base al rendimiento promedio

“El rendimiento promedio será calculado con las operaciones que hayan superado los filtros respectivos de conformidad con las siguientes normas:(...) Se considerará que procede el cálculo de rendimiento promedio para valorar cuando se reporten cerradas el número mínimo de transacciones exigidas, que hayan pasado los filtros respectivos, en el número mínimo de días de negociación exigidos (...) Para la aplicación inicial de esta metodología dichos números serán de tres (3) operaciones válidas realizadas en los últimos sesenta (60) días hábiles bursátiles, incluyendo el día de la valoración”

Determinación de precios estimados en función de tasas de referencia márgenes

“En caso de que no se cumplan las condiciones que dan lugar al cálculo del precio promedio, se procederá con la determinación del precio estimado, para lo cual es indispensable la determinación de márgenes y tasas de referencia (...)”

“(...) Las tasas de referencia para cada categoría de valores serán: (...) Para títulos de tasa variable será el indicador o el índice pactado contractualmente (...)”

15. Cálculo de la curva de rendimientos

- A partir de 2007, la muestra para el cálculo de la curva de rendimientos dejó de ser una base móvil de 90 días.
- Actualmente la muestra posee 457 operaciones, siendo la más antigua una de julio de 2007.
- Considerando la importancia de que el vector de precios refleje la realidad del mercado, es urgente un cambio en la metodología de la curva de rendimientos.

- Una propuesta es regresar a una base móvil.
- Tomando en cuenta que el número de negociaciones de bonos del estado se ha reducido considerablemente, la base móvil sería de 240 días.
- Se requieren hacer pruebas durante algún tiempo para determinar si 240 días es un rango adecuado para abarcar suficientes observaciones.

8. Aplicar el filtro de tasa para las negociaciones de los títulos que se valoran con margen y tasa de referencia

Problema:

- Se evidencia que en ciertos casos cuando no hay 3 negociaciones en un período de 60 días y se aplica el criterio del margen y tasa referencial, existen operaciones que ingresan a la muestra independientemente de la tasa al que se negocien. Como resultado se pueden obtener precios / rendimientos muy por debajo o encima de la curva de rendimientos. (Superintendencia de compañías. 02 de marzo del 2013)

Modelo de Nelson y Siagle

Otro de los aspectos básicos para la elaboración de esta tesis radica en el modelo matemático de Nelson y Siagle, el mismo que como su libro titulado "Parsimonious Modeling of Yield Curves" menciona que el modelo propone una función continua para describir la trayectoria de la tasa de interés forward instantánea en función de un vector de cuatro parámetros, b , y del plazo de vencimiento, m . Formado por la siguiente ecuación:

$$f(m; b) = \beta_0 + \beta_1 \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right) + \beta_2 \frac{m}{\tau_1} \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right),$$

Fuente (Nelson, C.R. y A. F. Siegel, 1987)

Donde $\exp(x)$ denota la función exponencial e^x y los parámetros son $b = (\beta_0, \beta_1, \beta_2, \tau_1)$.

En base a la relación entre la tasa spot y la tasa forward instantánea encontramos la siguiente ecuación:

$$i(t, t+m) = \frac{1}{m} \int_{t-s=0}^m f(t, t+s) ds,$$

Por lo que si se considera que la tasa de interés spot posee un vencimiento igual a m , durante el período t , y está dado por $i(t, t+m)$ al sustituir esta suposición dentro de la ecuación inicial aparece que:

$$i_m(m, b) = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1 - e^{(-m/\tau_1)}}{m/\tau_1} \right) + \beta_2 \left(\frac{1 - e^{(-m/\tau_1)}}{m/\tau_1} - e^{(-m/\tau_1)} \right)$$

Como el libro de Nelson y Siegel "Parsimonious Modeling of Yield Curves" explica la forma de la curva se encuentra determinada por el valor de sus parámetros. El parámetro β_0 determina la tasa a la que converge la curva o tasa de largo plazo. Esto es válido para la curva spot y forward. El parámetro β_1 indica qué tan lejos se ubica la tasa del período inicial respecto de la tasa de largo plazo. El signo de β_2 indica si la curva presenta una forma convexo (cuando es positivo) o una forma de cóncava (cuando es negativo). Finalmente, el parámetro τ_1 indica la posición de la «joroba» o «U» y la velocidad a la que las tasas de corto y mediano plazo convergen a su tasa de largo plazo. Un valor mayor de τ_1 indica que la tasa de largo plazo se alcanza más rápidamente.

Por lo que en base a esta ecuación se puede obtener 4 diferentes tipo de curvas de rendimientos, los mismos que aparecen en la tabla 3 del presente trabajo denominada formas de la curva de rendimientos.

Metodología y diseño de la investigación

Metodología Utilizada

Para la realización de este estudio se utilizara un método mixto de investigación, ya que se usara el método cualitativo y cuantitativo. El primero de ellos se utilizara para realizar un análisis del mercado, el mismo que se realizara a través de entrevistas a los principales agentes del mercado financiero que se ven involucrados con las negociaciones dentro de las bolsas de valores nacionales. Esto ayudara a definir como está estructurado actualmente y poder compararlo con los de países vecinos. De igual manera en base a este método se podrá obtener resultados acerca de la formación del mercado de precios, esto ayudara a explicar las falencias actuales que el mercado de valores posee. Una vez identificadas estas falencias se podrá encontrar una solución a las mismas, de esa manera se puede presentar alternativas que ayuden a mejorar el mercado y estar a la altura de los mercados de valores internacionales. Lo que mejorara el nivel financiero que el Ecuador posee actualmente.

Así mismo es fundamental el método cuantitativo para la obtención y análisis de datos, ya que en base a las emisiones y obligaciones que se han realizado dentro de la bolsa de valores de Quito en los últimos 18 meses, es decir desde mayo del año 2011 hasta enero del año 2013 se podrá obtener valores de duración, tasa de rendimiento y calificación de riesgo de estas emisiones. Estos datos han sido otorgados mediante dos archivos, los mismos que son de acceso público en la bolsa de valores de Quito. El primero de ellos denominado como análisis de sensibilidad, en el cual aparecen los valores de duración de las emisiones y la calificación de riesgos de las mismas. El otro archivo de los flujos diarios de las emisiones, los que permitirán ver todas las

emisiones que se negocian dentro de la bolsa de valores de Quito. En base a este análisis cuantitativo se realizarán las construcciones de las nuevas curvas de rendimientos diferenciadas por prima de riesgo. Llegando así al análisis que se ha propuesto como objetivo

Fuentes y recolección de datos

La mayoría de los datos cuantitativos utilizados en este trabajo de investigación fueron otorgados por la Bolsa de Valores de Quito, ya que ellos manejan directamente todas las negociaciones de los papeles comerciales que salen al mercado. Por lo que es la única entidad que posee los históricos de las emisiones al igual que las tasas de rendimiento y plazo de las mismas. De igual manera estos datos han sido tabulados como se mencionó anteriormente en dos partes. La primera de ellas la complementación de los archivos la misma que sirvió de base para el ajuste por mínimos cuadrados que el modelo del Nelson y Siegle propone.

De igual manera la recolección de los datos cualitativos se basó en las entrevistas a profundidad que se realizaron a los diferentes agentes del mercado financiero, los mismos que nos dieron su opinión de como el mercado se maneja actualmente. Estas entrevistas se realizaron de manera personal e interactiva. En base a estas entrevistas también se pudo conocer la opinión de los agentes del mercado sobre los principales distorsionadores y una opinión sobre las curvas obtenidas. Las entrevistas se tabularán mediante las respuestas que más veces fueron mencionadas por los entrevistados, de manera que se genere una

ANÁLISIS DE DATOS

Detalles del análisis

El análisis de los datos obtenidos en esta tesis se va a dividir en dos categorías. La primera de ellas es el análisis de los datos cuantitativos, en donde se contempla los coeficientes usados para la formación de la curva que permitió obtener la ecuación de las diferentes curvas de rendimiento, los gráficos obtenidos en base a esta ecuación y el cálculo de la prima de riesgo correspondiente.

La segunda parte consistirá en el análisis de las entrevistas a profundidad realizadas a los diferentes agentes del mercado. Lo que fue clave para la explicación del comportamiento del mercado.

Análisis de los datos cuantitativos

Para el análisis de los datos cuantitativos se empezara por la obtención de los valores de duración, tasa de rendimiento y calificación de riesgo. Los mismos que fueron obtenidos mediante la realización de una complementación de los diferentes archivos otorgados por la bolsa de valores, que aparece en el anexo 1 (complementación operaciones diarias).

El primero de estos archivos denominado "BVQ Operaciones Diarias" en el cual aparecen todas las transacciones que se han realizado dentro de la bolsa de Valores de Quito en desde mayo del año 2007 hasta diciembre del año 2012, pero para el análisis de la presente tesis solo fue tomado en consideración desde mayo del 2011 hasta diciembre del 2012. En este archivo aparecen los datos de TEA o tasa de rendimiento que la emisión está pagando en el mercado. Así mismo en este archivo se encuentra el precio del papel emitido, es decir a cuanto se negoció esa emisión en el mercado, otro

dato importante que aparece en este archivo es la fecha de emisión y de vencimiento de este papel, mediante estos datos podemos calcular la vigencia de cada una de las emisiones dentro de los 18 meses estudiados.

El otro archivo que se ha utilizado se denomina "Análisis de Sensibilidad", este archivo se encuentra dividido por cada mes, es decir en cada análisis de sensibilidad se encuentran las emisiones que fueron negociadas en ese mes. Cabe mencionar que la Bolsa de Valores de Quito hace el corte de las emisiones cada 15 días, razón por la cual encontraremos papeles que fueron emitidos a finales de un mes, pero no aparecen dentro del análisis de sensibilidad sino en los primeros días del mes posterior, lo que nos muestra que el proceso de negociación de las emisiones puede tomar más de 15 días desde que el papel es emitido hasta que entra en negociación en las respectivas bolsas del país. Dentro de este documento de acceso público se encuentra la información de la calificación de riesgo de cada papel emitido al igual que su duración. Por lo que en base a estos dos documentos se realizó una complementación de los dos archivos obteniendo un documento en donde aparece cada emisión diaria su duración, tasa de rendimiento y calificación de riesgo. En base a este documento se pudo realizar la complementación de los 2 archivos obteniendo los datos del anexo 1

A partir del anexo 1 se dividió los datos por su calificación de riesgo, obteniendo 3 tablas diferentes una para AAA, AA y A respectivamente. El primer paso fue colocar los datos de la curva AAA, AA y A en una tabla de Excel de manera que se puedan calcular los coeficientes de regresión características del método NELSON Y SIEGEL el cual fue usado para la obtención de las curvas de rendimiento respectivas.

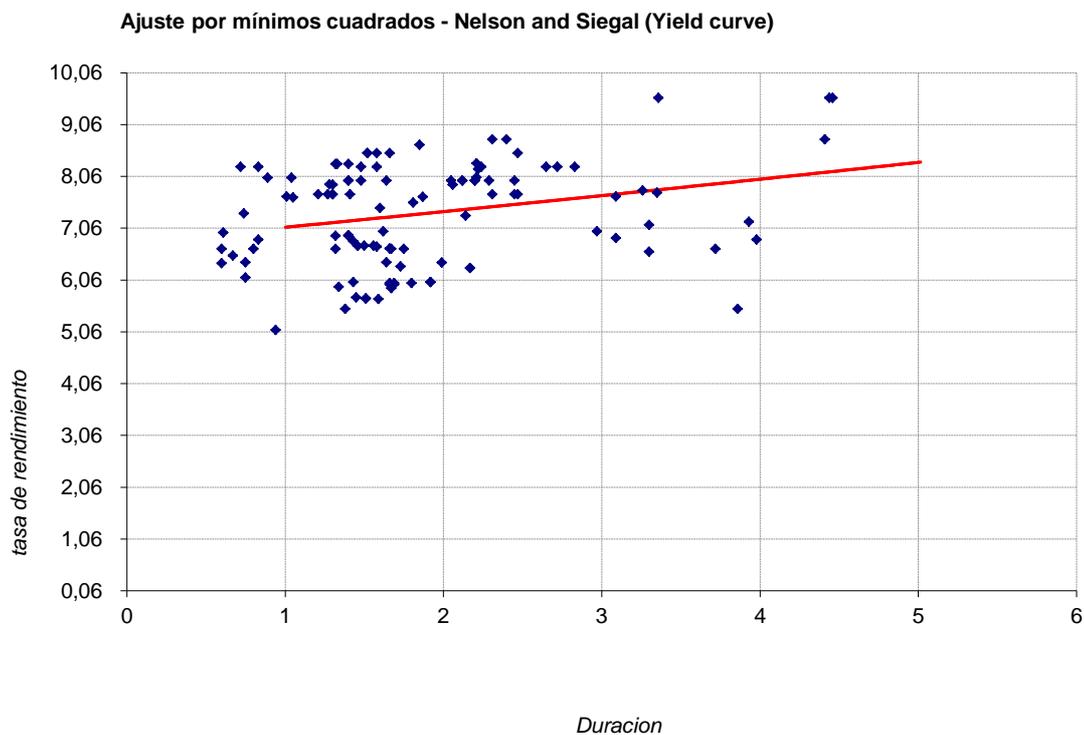
En el caso de las curvas AAA encontramos que partiendo de todas las emisiones AAA y la estimación de la curva, la misma que aparece en el anexo 2 (Curvas AA),

mediante la regresión de los mínimos cuadrados del modelo de Nelson y Siegal obtenemos la siguiente ecuación:

$$r(t) = -4.78 + (11.56 - 0.1t)e^{0.24t}$$

En base a esta ecuación se pretende minimizar los coeficientes para calcular una curva de rendimientos que asemeje a una curva cupón 0. Por lo que para todas las emisiones AAA de los meses de mayo del 2011 hasta diciembre del 2013 que se negociaron en la Bolsa de Valores de Quito obtenemos la siguiente curva.

Grafico 3 Curva de rendimientos para las emisiones AAA



En base a la curva que aparece en el grafico se puede observar que esta tiene una forma casi plana, es decir que la variación de la tasa de rendimientos de las emisiones AAA es baja, esta es de alrededor de +- 4 puntos porcentuales. De igual manera esta curva muestra una pendiente creciente, lo que muestra que a mayor

duración en el caso del gráfico el eje x (plazo) mayor es la tasa de rendimiento de la emisión.

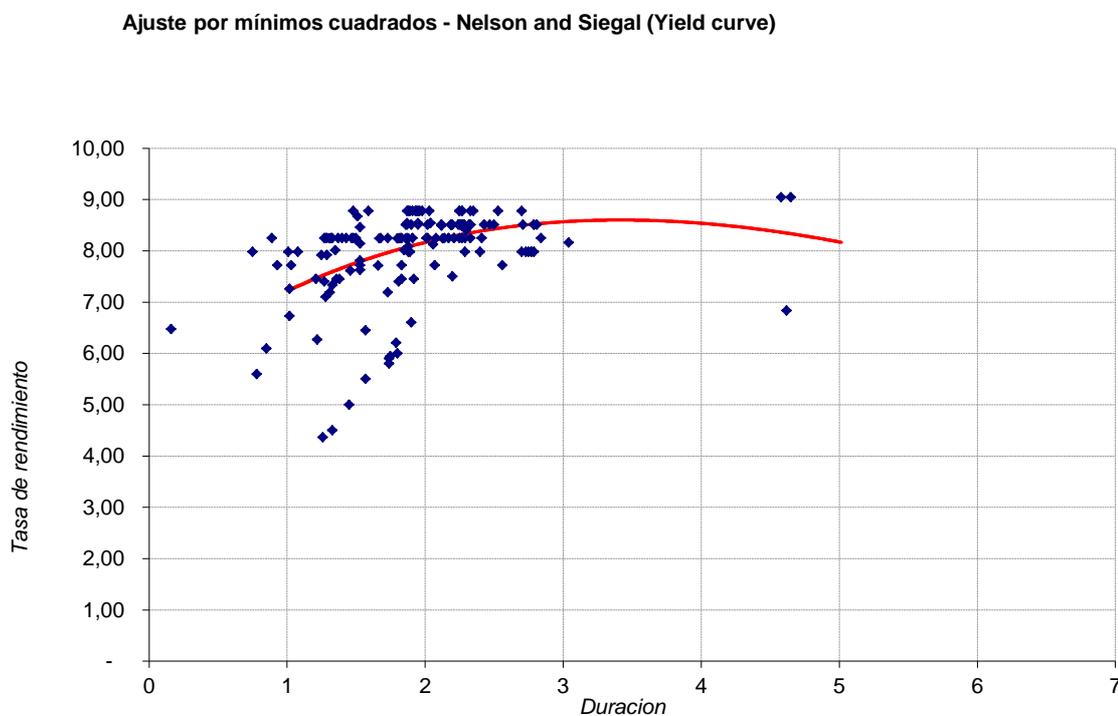
Para las curvas AA que son las que mayor número de emisiones existe, ya que la mayoría de las emisiones, obligaciones y papeles comerciales que salen al mercado, según la información otorgada por la bolsa de valores de Quito poseen una calificación AA.

Por lo que los datos con los que se realizaron las regresiones en base al modelo de Nelson y Siegle se encuentran en el anexo 3 (Curva de rendimiento AA). La ecuación que se obtuvo con esos datos fue la siguiente:

$$r(t) = -16.05 + (21.64 - 4.74t)e^{0.12t}$$

Por lo que en base a esta ecuación se obtuvo una curva de rendimientos para las emisiones AA que se negocian en la bolsa de valores de Quito de la siguiente forma.

Gráfico 4 Curva de Rendimiento para las emisiones AA

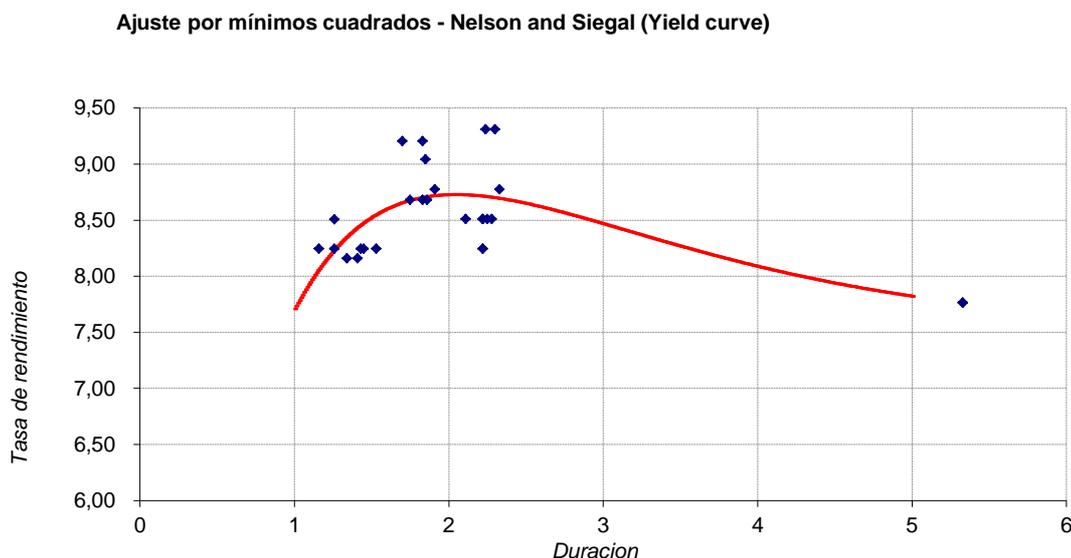


Esta curva de rendimiento muestra dos tendencias, la primera de ellas es la primera parte de la curva, la misma que muestra una curva creciente, es decir que la tasa de rendimiento va aumentando con la duración, esta forma de la curva llega a su punto máximo en 3 años de plazo. De ahí en adelante la curva se torna decreciente, es decir que a medida que aumenta el plazo la tasa de rendimiento va disminuyendo.

En cuanto a las emisiones con calificación de riesgo A, se debe mencionar que estas son las que menor número de papeles comerciales tenía en el mercado. Esto se debe a que al ser una calificación tan baja su riesgo es mayor, por lo que los inversionistas para adquirirlas esperan tener tasas de rendimiento que sean mayores. En base a los datos de estas emisiones se realizó el ajuste por mínimos cuadrados lo que permitió obtener la siguiente ecuación:

$$r(t) = 7.50 + (-6.4 + 6.88t)e^{-0.9}$$

Gráfico 5 Curva de Rendimientos para las emisiones A

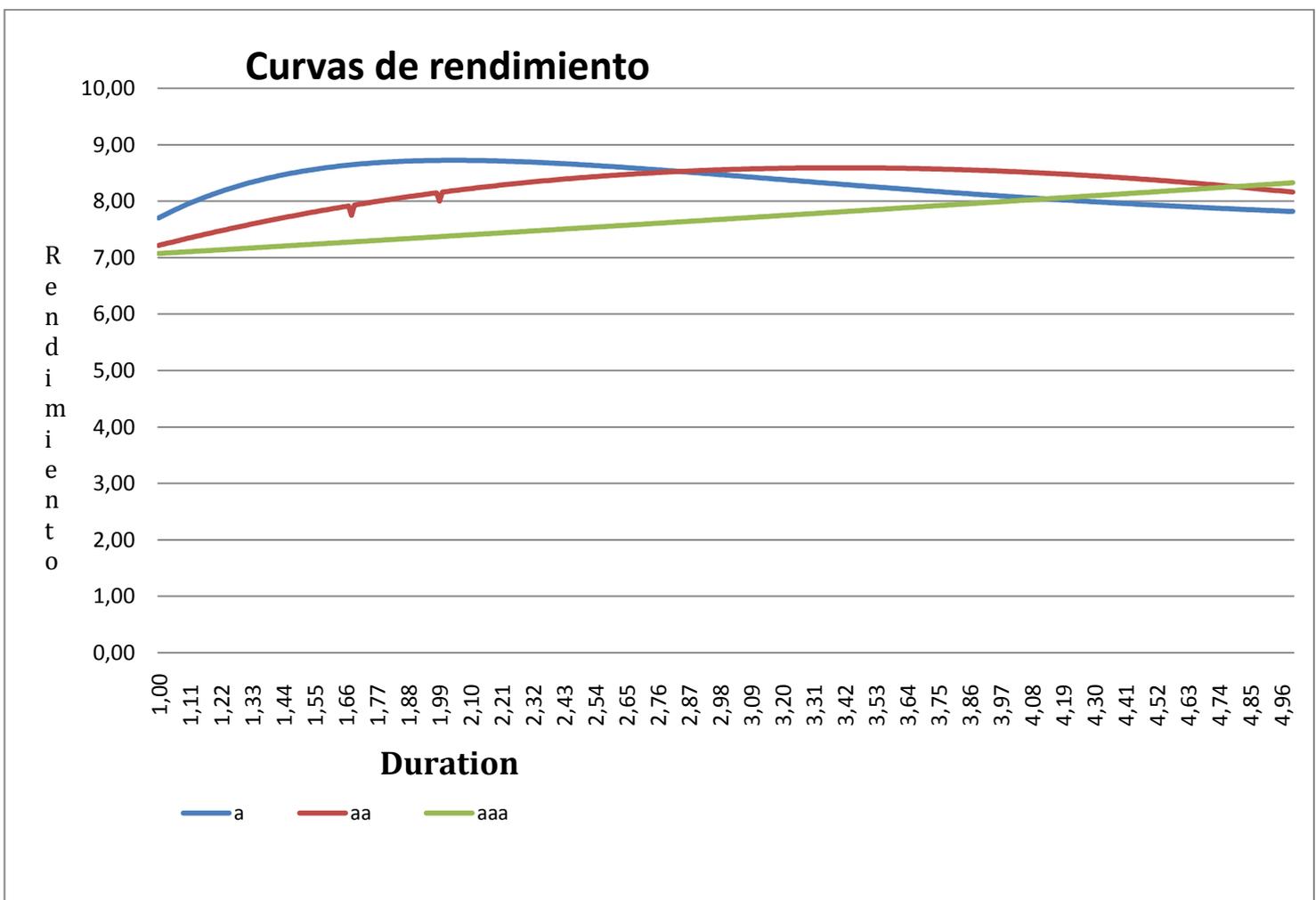


En la curva de rendimientos se observa que esta tiene una forma creciente hasta el segundo año, es decir que hasta ese plazo la tasa de rendimiento va aumentando. Pero

a partir del segundo año la curva se convierte en una curva decreciente en donde mientras más aumenta el plazo menor es la tasa de rendimiento del papel comercial

En base a estas tres ecuaciones se ha realizado un solo gráfico, el mismo que relaciona las 3 curvas de rendimiento. Estas curvas se ven reflejadas en el siguiente gráfico.

Gráfico 6 Curvas de rendimiento por calificación de Riesgo



Por lo que mediante este grafico podemos ver que si existe una diferencia en la tasa de rendimientos por calificación de riesgo, esta relación se muestra claramente en los dos primeros años de duración en donde las curvas AAA son las que menor tasa de rendimiento poseen

(entre 7 y 7.6), seguidas por las curvas AA las cuales tienen una tasa de rendimiento que varía entre (7,23 y 8,48). Lo que deja a las curvas A como la curva que posee mayor tasa de rendimiento entre (7,63 y 8,48).

Por lo que vemos que hasta la duración 2,6 existe una prima por calificación de riesgo, la misma que se ve claramente en el gráfico. Esta duración de 2,6 pertenece esencialmente a papeles comerciales con 5 años de vigencia con pagos mensuales. Esto corresponde aproximadamente al 90% de las transacciones que hay en el mercado. Por lo que corresponden a los datos que han sido analizados, dado que la mayoría de los papeles comerciales se negocian bajo estos parámetros. Por lo que este gráfico hasta la duración 2,6 está dentro de lo que se estima lógico para el comportamiento del mercado de valores.

Desde la duración 2,6 en adelante corresponden a papeles comerciales que poseen más de 5 años de plazo. En el mercado actual este tipo de transacciones son mínimas. Por lo que en base a los datos del anexo 1 se puede concluir que los papeles comerciales con un plazo de vencimiento mayor a 5 años y calificación de riesgo A corresponden a titularizaciones hipotecarias, como se ve en la siguiente tabla.

Tabla 12 Emisiones con calificación A y duración mayor a 5

Emisor	Fecha de Emisión	Fecha de Vencimiento	TEA	Nombre del Título	Duración	Calificación de Riesgo
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	21-jun- 2012	16-feb-2021	7,76	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	5,33	A

FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	21-jun- 2012	16-feb-2021	7,76	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	5,33	A
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	21-jun- 2012	16-feb-2021	7,76	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	5,33	A
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	21-jun- 2012	16-feb-2021	7,76	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	5,33	A

Estas titularizaciones hipotecarias se estructuran de diferente manera, ya que sus plazos son mayores que el del resto de los papeles comerciales, lo que les da una duración mayor.

Análisis cualitativo

Los datos cualitativos de este trabajo de investigación se consiguieron a través de 3 entrevistas a profundidad realizadas a importantes agentes del mercado. Estas entrevistas se basaron en 7 preguntas las mismas que aparecen en el anexo 6 denominado "preguntas entrevista mercado de valores".

En base a las 3 entrevistas realizadas se procedió a tabular los datos, pero dado que estas eran preguntas abiertas se tabularon las respuestas en base a los puntos en común que los entrevistados dieron como respuesta.

TABLA 13 TABULACION DE LAS ENTREVISTAS

Tabulación Entrevistas	
pregunta	1. Qué cree usted que priorizar los compradores, la tasa de rentabilidad o el riesgo de la emisión.
respuesta	LOS COMPRADORES TIENEN DIFERENTES CRITERIOS PERO SI TOMAN EN CUENTA LA RENTABILIDAD ; NUESTROS TRES ENTREVISTADOS COINCIDEN EN QUE ADEMAS DEPENDE DE LA LIQUIDEZ DEL MERCADO EN ESE MOMENTO
pregunta	2. Cree usted que todas las calificadoras tienen criterios homogéneos de calificación? Y sus resultados significan lo mismo en términos de riesgo?
respuesta	DEPENDIENDO DE LA CALIFICADORA SE REFLEJARAN LOS RANGOS, DEBIDO A QUE ALGUNAS DE LAS CALIFICADORAS SON EXTRANJERAS Y CUMPLEN CON OTROS REQUISITOS
pregunta	3. Cuáles cree usted que son los principales compradores del mercado?
respuesta	EL BIESS CUENTA YA QUE CUENTA CON LOS RECURSOS NECESARIOS
pregunta	4. Cree usted que existe prima de riesgo en el mercado de valores
respuesta	DEPENDE DEL INVERSIONISTA, EN ALGUNOS DE LOS CASOSESTO NO ES POSIBLE
pregunta	5. Luego de ver el siguiente gráfico. Porque cree usted que se da este comportamiento
respuesta	NUESTROS ENTREVISTADOS ESTAN DE ACUERDO EN QUE LOS DATOS RECOPIADOS EN EL GRAFICO NO SON SUFICIENTES PARA REALIZAR UN ANALISIS

pregunta	6. Cuál cree usted que son los principales distorsionadores del mercado
respuesta	PRINCIPALMENTE EL ESTADO Y LOS ENTES FINANCIEROS

Por lo que vemos que primero los compradores del mercado de valores son los agentes financieros, por lo que son personas educadas con amplios conocimientos sobre el manejo del mercado de valores. Por lo que no solo consideran la calificación de riesgo y la tasa de rendimiento, además toman en consideración aspectos como los factores de liquidez que existan en el mercado en ese momento.

De igual manera vemos que todos los entrevistados coinciden en que existe un problema de criterios de calificación de riesgo. Ya que a pesar de que en teoría las calificaciones de todas las calificadoras deberían reflejar lo mismo, la evidencia comprobada que esto no se cumple ya que hay calificadoras con criterios más exigentes que otras por lo que sus calificaciones no reflejan el mismo riesgo, siendo esta una apreciación dada por los compradores.

Por otro lado se puede observar que el mayor comprador del mercado es el BIESS, esto se da debido a que es la entidad financiera que más recursos posee, por lo que para cubrir sus cuotas de inversión debe comprar más de la mitad de los papeles comerciales que se negocian en el mercado. Esto les da el poder de ser los que determinen las reglas del juego, ya que ellos imponen las tasas y montos.

Por último vemos que para los agentes del mercado las curvas de rendimientos obtenidas en esta investigación carecen de la suficiente cantidad de muestras, por lo que no son curvas exactas y de ahí el problema que se interpongan en determinada duración. A esto se debe sumar el hecho de que la actual ley de mercado de valores y sus

regulaciones son las principales limitantes que existen actualmente en el mercado de valores.

Importancia del estudio

El mercado de valores es fundamental para el desarrollo de la economía de un país, ya que esta es capaz de mover miles de millones de dólares en transacciones diarias. La hipótesis anterior ha sido largamente probada por autores como Ronald Mckinnon, quien encontró una clara relación entre el desarrollo, o profundidad de los mercados de valores (Mckinnon.V, 1973, Money and Capital in EconomicDevelopment), y el desarrollo económico de un país. Estas hipótesis se fundamentan en que, si existen fuentes de fondeo estables y a plazos adecuados, que no sean únicamente los fondos del sistema bancario tradicional, permite a empresas (emprendedores) financiar proyectos que contribuyan al desarrollo del país, verificándose la desintermediación, es decir, se encuentran los oferentes de fondos y los demandantes de fondos, sin el concurso de un agente financiero tradicional.

Existen varias formas de calcular la profundidad de un mercado de valores, podemos medirlo como la relación entre (volumen tranzado / PIB), o la relación entre financiamiento de empresas, a través del mercado de valores, vs. el financiamiento del sistema financiero, etc. Así como existen los indicadores arriba señalados, existe otro indicador igual o más importante, este es una curva de rendimientos que refleje de manera adecuada las transacciones de un mercado de valores.

En el caso del Ecuador hasta septiembre del 2012 según los balances publicados por la Superintendencia de Compañías se generó un valor de 1131.514 millones de dólares dentro de la bolsa de valores. Por lo que para que este funcione de manera eficaz

se debe cumplir con el artículo 1 de la Ley de Mercado de Valores, la misma que nos dice:

Art.1.-- La presente Ley tiene por objeto promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna.(LEY DE MERCADO DE VALORES)

En base a estos antecedentes mencionados se puede ver la importancia que el mercado de valores tiene sobre el sistema financiero de un país. Por lo que este estudio será de mucha ayuda para conocer la relación que existe entre el rendimiento, y dado que la bolsa de valores no posee esa información. Este estudio ayudara a ver esta relación mediante la creación de una curva de rendimientos por calificación de riesgo, en donde se puede observar si existe una prima de riesgo entre una calificación y otra. De igual manera mediante esta curva de rendimientos se podrá ver si los papales comerciales se encuentran bien estructurados.

CONCLUSIONES

Respuesta a la pregunta de investigación

Dado que hoy por el vector de precios de la bolsa de Valores está traslapando la relación rendimiento calificación de riesgo y plazo- rendimientos, debido a que están poniendo la vigencia el lugar de la duración. Al momento de separar los factores por

calificación de riesgo y los factores de plazo se puso en vida promedio (duración). Se puede ver que si existe una prima de riesgo por calificación de riesgo, relación que se observa claramente en el gráfico 5.

Por lo que se encontró que como respuesta a la pregunta de investigación ¿Cómo y hasta qué punto los participantes del mercado de valores se rigen a la relación riesgo- rendimiento? Se puede concluir que los agentes del mercado si responde a la relación riesgo- rendimiento.

Ya que en base a los resultados empíricos obtenidos en la investigación, los mismos que se ven gráficamente en el gráfico 5 denominado "Curvas de rendimiento por calificación de riesgo", se muestra que hasta la duración 2.6 responden a esta relación al 100%. Pero pasado ese año no responden a esta relación en un 100%, ya que las emisiones que pasan de una duración de 2.6 años son producto de titularización hipotecaria.

La cartera hipotecaria tiene per-se una percepción de riesgo diferente en el mercado, razón por la cual los títulos con calificación de riesgo A emitidos por la CTH a pesar de tener una calificación menor tienen menor percepción de riesgo que las AA y a pesar de tener una duración mayor, se trazan en el mercado de valores con una tasa del 5,33. Esto se da debido a que la percepción de riesgo del activo subyacente es menor.

La manera en la que una titularización hipotecaria se estructuran conforme a lo que la CTH establece en sus informes es:

Primero las titularizaciones se dividen en diferentes clases las mismas que poseen cada una calificación de riesgo diferente como se ve a continuación

CLASE A1: AAA

CLASE A2: AAA

CLASE A3: AA

CLASE A4: A

CLASE A5: A

Los Títulos Valores pagarán las siguientes tasas de interés:

Clase A1:

Será una proporción del 56.13% de la TPP. Al fin de cada mes, el Agente de Manejo determinará el monto de los intereses pagaderos a los tenedores de la Clase A1, para la siguiente fecha de pago.

Clase A2:

Será una proporción del 62.15% de la TPP. Al fin de cada día de cierre, el Agente de Manejo determinará el monto de los intereses pagaderos a los tenedores de la Clase A2.

Clase A3:

Será una proporción del 70.16% de la TPP. Al fin de cada mes, el Agente de Manejo determinará el monto de los intereses pagaderos a los tenedores de la Clase A3, para la siguiente fecha de pago.

Clase A4:

Será una proporción del 78.18% de la TPP. Al fin de cada mes, el Agente de Manejo determinará el monto de los intereses pagaderos a los tenedores de la Clase A4, para la siguiente fecha de pago.

Clase A5:

Su rendimiento será el que resulte de los excedentes del Fideicomiso, una vez atendidos los gastos intereses y otros cargos que mes a mes registre el Fideicomiso. Al fin de cada mes, el Agente de Manejo determinará el monto de los rendimientos pagaderos a los tenedores de la Clase A5. (CTH, Prospecto de oferta pública)

Esto se da ya que las titularizaciones contemplan una estructura en la que existen dos etapas principales. La primera de ellas la etapa de reposición, en esta etapa el saldo de capital de los valores emitidos no será amortizado. Durante esta etapa de reposición, todas las clases de valores emitidos recibirán pagos mensuales de intereses de acuerdo con lo determinado en este reglamento de gestión. La segunda etapa denominada etapa dereposición, se da cuando los títulos valores emitidos son amortizados siguiendo la prelación de pagos y mecanismos de garantía definidos en el contrato de constitución del fideicomiso, su reglamento de gestión y el prospecto de emisión de títulos valores.

De igual manera mediante esta investigación se encontró que son los factores cualitativos son los que influyen en los factores cuantitativos, y esto radica en la distorsión que existe entre las calificadoras de riesgos y los criterios que tienen para otorgar las calificaciones no son homogéneos por lo que los agentes del mercado poseen una apreciación diferente del riesgo de una emisión. Lo que conlleva a que frente a una apreciación de riesgo mayor esperen una tasa de rendimiento mayor.

Limitaciones del Estudio

Las principales limitaciones de este estudio es la falta de datos, ya que el tiempo de vida del rango de datos es tan solo de 18 meses. Por lo que con 18 datos se tienen problemas de estacionalidades, de igual manera con 18 datos se tienen problemas de factores de distorsión , y para poder corregir este problema se necesitan al menos 24 datos, en términos prácticos que quitados los problemas de estacionalidad corresponden a 24 años.

Recomendaciones

Para poder mejorar la curva de rendimientos actual del mercado y poder entender mejor como el mercado funciona, y los agentes respondes a la relación riesgo- rendimientos sería aconsejable cambiar ciertos criterios bajo los cuales le mercado se maneja actualmente.

El primero de ellos sería diferenciar la relación plazo tiempo, ya que se debe utilizar una medida de duración, es decir de vida promedio y no de maduración al vencimiento. Adicionalmente se debe diferenciar la relación riesgo rendimiento, mediante la creación de curvas de rendimientos por calificación de riesgo que permita ver la prima de riesgo que existe entre las emisiones, y no mezclarlas entre sí De igual manera es fundamental utilizar criterios de Price Vendor, es decir criterios de que se mezclan entre sí. También se debe cambiar el criterio bajo el cual está estructurada la ecuación del vector de precio, y la mejor manera sería bajo un método internacionalmente aceptado como es el método de Nelson y Siegle.

Por ultimo sería apropiado retirar las titularizaciones hipotecarias de la curva de rendimientos, dado que como se pudo comprobar con el grafico obtenido de las curvas de rendimiento por calificación de riesgo, esta clase de emisiones al tener una calificación de riesgo mayor, debido a los estándares de calificación que poseen y la calidad con la que son estas emisiones percibidas lo que le permite tener una tasa de rendimiento menor lo que la convierte en un distorsionador dentro de la curva de rendimientos.

REFERENCIAS

Alfaro.R, Becerra.S, Sagner.S. (2010). Estimación de la Estructura de Tasas utilizando el modelo Dinámico Nelson Siegel. Banco central de Chile. Obtenido el 10 de febrero del 2013 de http://mpa.ub.uni-muenchen.de/25912/1/DNS_20100623.pdf

Bolsa de valores. Obtenido el 22 de diciembre del 2012 desde

<http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/antecedentes-historicos/>

Calificadoras de Riesgos. Superintendencia de compañías. Obtenido el 10 de enero del

2013 de http://www.supercias.gov.ec:8080/consultas_mv/faces/calificadoras.jsp

Calificación de Riesgos. Standars and Poors. Obtenido el 17 de abril desde

<http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/es/la>

CONSTITUCIÓN POLÍTICA DE LA REPÚBLICA DEL ECUADOR. ART 59.

OBTENIDO EL 28 DE ENERO DEL 2013 DE

HTTP://WWW.OAS.ORG/JURIDICO/SPANISH/MESICIC2_ECU_ANEXO15.PDF

CTH. Prospecto de oferta pública. Obtenido el 5 de mayo de

<http://www.cth.com.ec/webcth/fideicomisos.php?fide=BGR 1>

Deaves.R, Parlar. M, (1999).A Generalized Bootstrap Method Determine the Yield

Curve. McMaster University, Hamilton, Ontario

DURACIÓN DE MACAULAY. LA GRAN ENCICLOPEDIA DE ECONOMÍA.

OBTENIDO EL 1 DE MAYO DEL 2013 DE

<HTTP://WWW.ECONOMIA48.COM/SPA/D/DURACION-DE->

<MACAULAY/DURACION-DE-MACAULAY.HTM>

Durán, R., Kikut, A., y Muñoz, E. 1996, pp.7. Obtenido el 12 de abril del 2013 de
<http://web.ebscohost.com.ezbiblio.usfq.edu.ec/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=2308778e-e10f-4eab-8594-8366458c6ff5%40sessionmgr114&vid=2&hid=114>

Fernández J.L., Robles M.D., 2005, p. 243 extraído el 1 de mayo desde
<http://web.ebscohost.com.ezbiblio.usfq.edu.ec/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=2308778e-e10f-4eab-8594-8366458c6ff5%40sessionmgr114&vid=2&hid=114>

HISTORIA DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO, PUBLICADO EL 11
DE ENERO DEL 2011. EXTRAÍDO EL 26 DE DICIEMBRE DEL 2012 DESDE
<HTTP://ES.SCRIBD.COM/DOC/55388946/HISTORIA-DEL-MERCADO-DE-VALORES-ECUATORIANO>

López, A. Equivalencias de Calificadoras de Agencias de Rating y Gestión de Riesgos,
Managers Magazine. Extraído el 12 de enero del 2013 desde
<http://managersmagazine.com/index.php/2009/11/equivalencia-calificaciones-agencias-de-rating/>

Mckinnon.V, 1973, Money and Capital in Economic Development, pag 42.

Mercado de valores busca crecimiento en el país, Publicado el 30/Noviembre/2011,
Diario HOY.COM.EC, extraído el 26 de diciembre del 2012 desde
<http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/mercado-de-valores-busca-crecimiento-en-el-pais-517884.html>

Nelson, C.R. y A. F. Siegel, 1987, Parsimonious Modeling of Yield Curves. *Journal of Business* 60 (4), pp. 473- 489

RESOLUCIÓN No.CNV-003-2005, 9 de julio del 2009, EL CONSEJO NACIONAL
DE VALORES

SBFUNDS, definición de bonos. Extraído el 16 de enero del 2013 desde

<http://www.southerndesign.ca/citi/bonos.htm>

Tipo de calificaciones para la deuda a largo plazo. STANDARS & POORS. Obtenido el 27 de

diciembre del 2012 desde <http://www.standardandpoors.com/home/es/la>

Reporte del análisis de sensibilidad. Bolsa de Valores de Quito

Diccionario de Economía, Definición de tasa de rendimiento. Obtenido el 01 de abril

del 2013 de http://es.mimi.hu/economia/tasa_de_rendimiento.html

COMITÉ DE REFORMAS A LA LEY DE MERCADO DE VALORES. (2013).

SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS

Anexo 1 complementación de los datos de las operaciones diarias BVQ

Emisor	Fecha de la Operación	Fecha de Emisión	Fecha de Vencimiento	TEA	Nombre del Título	Duración	Calificación de Riesgo
ANGLO AUTOMOTRIZ S A	20-may-2011	03-mar-2010	03-mar-2014	8,77	OBLIGACIONES	1,23	AA
AUTOMOTORES DE LA SIERRA SA	30-may-2011	30-may-2011	30-may-2014	7,45	OBLIGACIONES	1,56	AA
AUTOMOTORES DE LA SIERRA SA	30-may-2011	30-may-2011	30-may-2014	7,45	OBLIGACIONES	1,56	AA
CEPSA	03-may-2011	16-feb-2011	16-feb-2014	7,71	OBLIGACIONES	1,21	AA
ESLIVE S.A.	04-may-2011	05-may-2011	05-may-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,76	AA
ESLIVE S.A.	11-may-2011	11-may-2011	11-may-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,77	AA
EXPALSA EXPORTADORA DE ALIMENTOS S A	03-may-2011	03-may-2011	03-may-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,12	AA
EXPALSA EXPORTADORA DE ALIMENTOS S A	10-may-2011	10-may-2011	10-may-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,13	AA
IMPORPOINT S.A.	06-may-2011	08-oct-2010	08-oct-2015	6,98	OBLIGACIONES	2,01	AAA
INDUAUTO S.A.	31-may-2011	13-may-2011	13-may-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,46	AA
INDUSTRIAS ALES	20-may-2011	20-may-2011	20-may-2021	10,38	OBLIGACIONES	8,43	AA
INTERVISATRADE S.A.	30-may-2011	30-may-2011	30-may-2015	8,77	OBLIGACIONES	1,83	AA
LA GANGA CIA LTDA	06-may-2011	27-dic-2010	27-dic-2014	6,98	OBLIGACIONES	1,66	AA
MAXDRIVE S.A.	31-may-2011	11-ene-2011	11-ene-2015	8,51	OBLIGACIONES	1,6	AA
PICHINCHA BANCO PLASTICOS DEL LITORAL	31-may-2011	30-may-2011	30-may-2013	6,40	OBLIGACIONES	1,73	AA
PLASTICOS DEL LITORAL	06-may-2011	06-may-2011	06-may-2015	7,98	OBLIGACIONES	1,77	AA
PLASTICOS DEL LITORAL	10-may-2011	10-may-2011	10-may-2015	7,98	OBLIGACIONES	1,78	AA
PLASTICOS DEL LITORAL	12-may-2011	12-may-2011	12-may-2015	7,98	OBLIGACIONES	1,79	AA
PLASTICOS DEL LITORAL	12-may-2011	12-may-2011	12-may-2017	8,77	OBLIGACIONES	2,48	AA
PLASTICOS DEL LITORAL	31-may-2011	31-may-2011	31-may-2015	7,98	OBLIGACIONES	1,76	AA
QUIMIPAC SA	17-may-2011	18-may-2011	18-may-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,71	AA
QUIMIPAC SA	31-may-2011	31-may-2011	31-may-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,74	AA
AUTOMOTORES DE LA SIERRA SA	01-jun-2011	30-may-2011	30-may-2014	7,45	OBLIGACIONES	1,56	AA
PLASTICOS DEL LITORAL	01-jun-2011	01-jun-2011	01-jun-2015	7,98	OBLIGACIONES	1,9	AA
AUTOMOTORES DE LA SIERRA SA	01-jun-2011	30-may-2011	30-may-2014	7,45	OBLIGACIONES	1,56	AA
QUIMIPAC SA	01-jun-2011	02-jun-2011	02-jun-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,89	AA
QUIMIPAC SA PLASTICOS DEL LITORAL	02-jun-2011	08-jun-2011	08-jun-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,91	AA
PLASTICOS DEL LITORAL	02-jun-2011	02-jun-2011	02-jun-2015	7,98	OBLIGACIONES	1,9	AA
INTERVISATRADE S.A.	03-jun-2011	03-jun-2011	03-jun-2015	8,77	OBLIGACIONES	1,75	AA

FORMAC FORMAS Y ACCESORIOS S A	06-jun-2011	06-jun-2011	06-jun-2015	9,31	OBLIGACIONES	1,99	A
INST ELECTROMECHANICAS S.A. INESA	07-jun-2011	08-jun-2011	08-jun-2015	8,51	OBLIGACIONES	1,85	AA
QUIMPAC ECUADOR S.A. QUIMPACSA	07-jun-2011	28-sep-2010	28-sep-2015	8,20	OBLIGACIONES	1,96	AA
QUIMPAC ECUADOR S.A. QUIMPACSA	07-jun-2011	28-sep-2010	28-sep-2015	8,20	OBLIGACIONES	1,96	AA
AVICOLA FERNANDEZ S A	07-jun-2011	29-jun-2010	29-jun-2014	7,80	OBLIGACIONES	1,31	AA
EL ROSADO	08-jun-2011	20-sep-2010	20-sep-2015	6,10	OBLIGACIONES	1,81	AAA
IMPORPOINT S.A.	08-jun-2011	08-oct-2010	08-oct-2015	6,90	OBLIGACIONES	1,94	AAA
INST ELECTROMECHANICAS S.A. INESA	08-jun-2011	08-jun-2011	08-jun-2015	8,51	OBLIGACIONES	1,85	AA
EXPALSA EXPORTADORA DE ALIMENTOS S A	10-jun-2011	10-jun-2011	10-jun-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,13	AA
INDUSTRIAS ALES	10-jun-2011	13-ene-2011	13-ene-2017	7,71	OBLIGACIONES	2,23	AA
INTERVISATRADE S.A.	10-jun-2011	10-jun-2011	10-jun-2015	8,77	OBLIGACIONES	1,77	AA
INST ELECTROMECHANICAS S.A. INESA	13-jun-2011	13-jun-2011	13-jun-2015	8,51	OBLIGACIONES	1,87	AA
ANGLO AUTOMOTRIZ S A	15-jun-2011	03-mar-2010	03-mar-2014	8,77	OBLIGACIONES	1,28	AA
PLASTICOS DEL LITORAL	17-jun-2011	17-jun-2011	17-jun-2015	7,98	OBLIGACIONES	1,85	AA
MAXDRIVE S.A.	17-jun-2011	11-ene-2011	11-ene-2015	7,45	OBLIGACIONES	1,67	AA
IMPORTADORA VEGA S.A.	17-jun-2011	23-mar-2011	23-mar-2014	6,92	OBLIGACIONES	1,38	AA
AUTOMOTORES DE LA SIERRA SA	17-jun-2011	30-may-2011	30-may-2014	7,19	OBLIGACIONES	1,56	AA
ECUANAVE C.A.	21-jun-2011	07-feb-2011	07-feb-2016	8,51	OBLIGACIONES	1,96	AA
INCUBANDINA S A	21-jun-2011	10-sep-2010	10-sep-2014	8,24	OBLIGACIONES	1,47	A
FORMAC FORMAS Y ACCESORIOS S A	21-jun-2011	06-jun-2011	06-jun-2015	9,31	OBLIGACIONES	1,9	A
AUTOMOTORES DE LA SIERRA SA	22-jun-2011	30-may-2011	30-may-2014	6,98	OBLIGACIONES	1,56	AA
PLASTICOS DEL LITORAL	27-jun-2011	27-jun-2011	27-jun-2015	7,98	OBLIGACIONES	1,85	AA
AUTOMOTORES DE LA SIERRA SA	27-jun-2011	30-may-2011	30-may-2014	6,98	OBLIGACIONES	1,56	AA
MAXDRIVE S.A.	28-jun-2011	11-ene-2011	11-ene-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,52	AA
PLASTICOS DEL LITORAL	28-jun-2011	19-ene-2010	19-ene-2014	8,51	OBLIGACIONES	1,25	AA
PLASTICOS DEL LITORAL	28-jun-2011	29-jun-2011	29-jun-2015	7,98	OBLIGACIONES	1,88	AA
EXPALSA EXPORTADORA DE ALIMENTOS S A	28-jun-2011	29-jun-2011	29-jun-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,09	AA
ECUANAVE C.A.	28-jun-2011	07-feb-2011	07-feb-2016	8,51	OBLIGACIONES	1,96	AA
LIRIS S A	28-jun-2011	12-oct-2010	12-oct-2014	8,24	OBLIGACIONES	1,43	AA
QUIMIPAC SA	28-jun-2011	28-abr-2011	28-abr-2015			1,8	AA

				8,24	OBLIGACIONES		
AUTOMOTORES DE LA SIERRA SA	28-jun-2011	30-may-2011	30-may-2014	6,98	OBLIGACIONES	1,56	AA
INST ELECTROMECHANICAS S.A. INESA	28-jun-2011	29-jun-2011	29-jun-2015	8,51	OBLIGACIONES	1,82	AA
INTERVISATRADE S.A. PLASTICOS DEL LITORAL	28-jun-2011	29-jun-2011	29-jun-2015	8,77	OBLIGACIONES	1,81	AA
	29-jun-2011	29-jun-2011	29-jun-2015	7,98	OBLIGACIONES	1,88	AA
ECUANAVE C.A.	29-jun-2011	07-feb-2011	07-feb-2016	8,51	OBLIGACIONES	1,96	AA
EXPALSA EXPORTADORA DE ALIMENTOS S A PLASTICOS DEL LITORAL	30-jun-2011	30-jun-2011	30-jun-2016	8,24	OBLIGACIONES	1,82	AA
	30-jun-2011	30-jun-2011	30-jun-2015	7,98	OBLIGACIONES	1,87	AA
INST ELECTROMECHANICAS S.A. INESA	30-jun-2011	30-jun-2011	30-jun-2015	8,51	OBLIGACIONES	1,87	AA
INTERVISATRADE S.A.	30-jun-2011	30-jun-2011	30-jun-2015	8,77	OBLIGACIONES	1,87	AA

AÑO 2012

Emisor	Fecha de la Operación	Fecha de Emisión	Fecha de Vencimiento	TEA	Nombre del Título	Duración	Calificación de Riesgo
TEOJAMA COMERCIAL S A	03-ene-2012	26-dic-2011	26-dic-2014	7,61	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO	1,46	AA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	04-ene-2012	09-dic-2011	09-feb-2015	7,66	CREDITICIO VALORES DE CONTENIDO	1,87	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	04-ene-2012	09-dic-2011	09-feb-2015	7,66	CREDITICIO VALORES DE CONTENIDO	1,87	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	04-ene-2012	04-ene-2012	04-ene-2020	8,77	CREDITICIO VALORES DE CONTENIDO	4,41	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	04-ene-2012	04-ene-2012	04-ene-2020	8,77	CREDITICIO	4,41	AAA
ALIMENTSA DIETAS Y ALIMENTOS S.A.	04-ene-2012	05-ene-2012	05-ene-2017	7,98	OBLIGACIONES	2,75	AA
EXPALSA EXPORTADORA DE ALIMENTOS S A	04-ene-2012	29-jun-2011	29-jun-2016	7,71	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO	2,07	AA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	04-ene-2012	04-ene-2012	04-ene-2017	7,71	CREDITICIO VALORES DE CONTENIDO	2,31	AAA
FID DE TIT DE FLUJOS - TECFOOD	05-ene-2012	25-nov-2011	25-ago-2015	7,98	CREDITICIO VALORES DE CONTENIDO	1,48	AAA
FID DE TIT DE FLUJOS - TECFOOD	05-ene-2012	25-nov-2011	25-ago-2015	7,98	CREDITICIO	1,48	AAA
TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S A	05-ene-2012	03-mar-2009	03-mar-2013	6,66	OBLIGACIONES	0,60	AAA
TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S A	05-ene-2012	03-mar-2009	03-mar-2013	6,66	OBLIGACIONES	0,60	AAA
AUTOMOTORES DE LA SIERRA SA	05-ene-2012	30-may-2011	30-may-2014	7,45	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO	1,36	AA
FID MERC II TIT INDUSTRIAS ALES	05-ene-2012	15-abr-2010	15-abr-2015	8,46	CREDITICIO	1,53	AA
MAQUINAS Y SUMINISTROS MAQSUM	06-ene-2012	27-oct-2011	27-oct-2014	8,24	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO	1,28	AA
FID MER 8VA TIT CART COM COMANDATO	06-ene-2012	24-ago-2011	24-ago-2014	7,71	CREDITICIO	1,30	AAA

FID MER 8VA TIT CART COM COMANDATO	06-ene- 2012	24-ago- 2011	24-ago-2014	7,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,30	AAA
SECOHI SEGUNDO ELOY CORRALES E HIJOS	09-ene- 2012	28-oct-2011	28-oct-2014	8,16	OBLIGACIONES	1,41	A
CONCERROAZUL S A	09-ene- 2012	22-feb-2011	22-feb-2016	6,60	OBLIGACIONES	1,90	AA
FID TIT GRUPO ANHALZER - CERO UNO	09-ene- 2012	17-mar- 2011	17-mar-2016	6,29	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,17	AAA
FID TIT GRUPO ANHALZER - CERO UNO	09-ene- 2012	17-mar- 2011	17-mar-2016	6,29	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,17	AAA
FID MER I TIT FLUJOS EDU- CPU/USFQ	09-ene- 2012	27-dic-2011	27-dic-2015	7,98	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,20	AAA
FID MER I TIT FLUJOS EDU- CPU/USFQ	09-ene- 2012	27-dic-2011	27-dic-2015	7,98	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,20	AAA
FID TIT GRUPO ANHALZER - CERO UNO	09-ene- 2012	17-mar- 2011	17-mar-2016	6,29	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,17	AAA
FID TIT GRUPO ANHALZER - CERO UNO	09-ene- 2012	17-mar- 2011	17-mar-2016	6,29	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,17	AAA
RED MANGROVEINN S.A.	10-ene- 2012	07-dic-2011	07-dic-2015	8,77	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,91	A
FID MER I TIT FLUJOS - TECOPESCA	10-ene- 2012	29-nov- 2011	29-nov-2015	8,24	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,88	AA
ALIMENTSA DIETAS Y ALIMENTOS S.A.	10-ene- 2012	11-ene- 2012	11-ene-2017	7,98	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,77	AA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	26-ene- 2012	26-ene- 2012	26-ene-2017	7,71	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,31	AAA
DUPOCSA S.A.	11-ene- 2012	11-ene- 2012	11-ene-2016	8,51	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,02	AA
FID SEGUNDA TIT FLUJOS PRONACA	12-ene- 2012	17-oct-2011	17-ene-2015	6,40	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,64	AAA
FID SEGUNDA TIT FLUJOS PRONACA	12-ene- 2012	17-oct-2011	17-ene-2015	6,40	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,64	AAA
FID 2° TIT CART AUTOMOTRIZ - CFC	13-ene- 2012	19-dic-2011	19-ene-2015	8,30	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,40	AAA
FID 2° TIT CART AUTOMOTRIZ - CFC	13-ene- 2012	19-dic-2011	19-ene-2015	8,30	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,40	AAA
JAROMA S.A.	13-ene- 2012	14-dic-2011	14-dic-2015	9,04	OBLIGACIONES	1,85	A
COMPUBUSSINES CIA LTDA	16-ene- 2012	30-nov- 2011	30-nov-2015	8,51	OBLIGACIONES	2,12	AA
EUROFERT FERTILIZ. Y AGROQ. EUROPEOS S.A	17-ene- 2012	17-ene- 2012	17-ene-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,43	AA
FIDEI MERCAN FLUJOS NESTLE ECUADOR	17-ene- 2012	28-nov- 2008	28-nov-2012	5,09	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO CP	0,94	AAA
FIDEI MERCAN FLUJOS NESTLE ECUADOR	17-ene- 2012	28-nov- 2008	28-nov-2012	5,09	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO CP	0,94	AAA
INTERVISATRADE S.A.	18-ene- 2012	30-may- 2011	30-may-2015	8,24	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,68	AA
FID DE TIT DE FLUJOS - TECFOOD	18-ene- 2012	25-nov- 2011	25-ago-2015	7,98	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,48	AAA
FID DE TIT DE FLUJOS - TECFOOD	18-ene- 2012	25-nov- 2011	25-ago-2015	7,98	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,48	AAA
FID TIT DE FLUJOS JAHER	19-ene- 2012	19-ene- 2012	19-ene-2017	8,77	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,35	AA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	19-ene- 2012	20-ene- 2012	20-ene-2020	9,58	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,46	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	19-ene- 2012	20-ene- 2012	20-ene-2020	9,58	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,46	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	19-ene- 2012	20-ene- 2012	20-ene-2020	9,58	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,46	AAA

FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	19-ene-2012	20-ene-2012	20-ene-2020	9,58	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,46	AAA
FID MER VII TIT CA AU AMAZONAS	19-ene-2012	27-jul-2011	27-jul-2013	7,34	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	0,74	AAA
FID MER VII TIT CA AU AMAZONAS	19-ene-2012	27-jul-2011	27-jul-2013	7,34	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	0,74	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	19-ene-2012	20-ene-2012	20-ene-2020	9,58	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,46	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	19-ene-2012	20-ene-2012	20-ene-2020	9,58	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,46	AAA
IMPORPOINT S.A.	20-ene-2012	08-oct-2010	08-oct-2015	7,00	OBLIGACIONES	1,62	AAA
IMPORPOINT S.A.	20-ene-2012	08-oct-2010	08-oct-2015	7,00	OBLIGACIONES	1,62	AAA
FID DE TIT DE FLUJOS - TECFOOD	23-ene-2012	25-nov-2011	25-ago-2015	8,24	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,48	AAA
FID DE TIT DE FLUJOS - TECFOOD	23-ene-2012	25-nov-2011	25-ago-2015	8,24	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,48	AAA
FID MER I TIT FLUJOS EDU-CPU/USFQ	10-ene-2012	10-ene-2012	10-ene-2017	8,24	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,72	AAA
FID DE TIT DE FLUJOS - TECFOOD	24-ene-2012	25-nov-2011	25-ago-2015	7,98	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,48	AAA
FID DE TIT DE FLUJOS - TECFOOD	24-ene-2012	25-nov-2011	25-ago-2015	7,98	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,48	AAA
PLASTICOS DEL LITORAL	24-ene-2012	19-ene-2010	19-ene-2014	7,98	OBLIGACIONES	1,08	AA
CONTINENTAL TIRE ANDINA S A	25-ene-2012	25-nov-2011	25-nov-2016	7,98	OBLIGACIONES	2,29	AA
FID MER II TIT LA FABRIL	26-ene-2012	30-sep-2011	30-sep-2016	6,87	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	3,09	AAA
FID MER II TIT LA FABRIL	26-ene-2012	30-sep-2011	30-sep-2016	6,87	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	3,09	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	26-ene-2012	20-ene-2012	20-ene-2020	9,58	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,46	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	26-ene-2012	20-ene-2012	20-ene-2020	9,58	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,46	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	26-ene-2012	20-ene-2012	20-ene-2020	9,58	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,46	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	26-ene-2012	20-ene-2012	20-ene-2020	9,58	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,46	AAA
DIFARE S.A.	26-ene-2012	16-sep-2011	16-sep-2016	6,47	OBLIGACIONES	0,16	AA
DUPOCSA S.A.	26-ene-2012	12-ene-2012	12-ene-2016	8,54	OBLIGACIONES	2,04	AA
TELCONET S A	26-ene-2012	27-ene-2012	27-ene-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,27	AA
CEPSA	26-ene-2012	16-feb-2011	16-feb-2016	6,73	OBLIGACIONES	1,02	AA
PINTURAS CONDOR	26-ene-2012	13-may-2009	13-may-2013	5,59	OBLIGACIONES	0,78	AA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	26-ene-2012	26-ene-2012	26-ene-2020	9,58	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,46	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	26-ene-2012	26-ene-2012	26-ene-2020	9,58	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	3,36	AAA
FID MERC II TIT INDUSTRIAS ALES	26-ene-2012	15-abr-2010	15-abr-2015	7,81	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,53	AA
ENVASES DEL LITORAL SA	26-ene-2012	27-ene-2012	27-ene-2017	8,24	OBLIGACIONES	2,27	AA
FID DE TIT DE FLUJOS - TECFOOD	27-ene-2012	25-nov-2011	25-ago-2015	7,98	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,48	AAA
FID DE TIT DE FLUJOS - TECFOOD	27-ene-2012	25-nov-2011	25-ago-2015	7,98	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,48	AAA

CEPSA	27-ene-2012	16-feb-2011	16-feb-2014	7,26	OBLIGACIONES	1,02	AA
PRODUBANCO	27-ene-2012	27-oct-2010	27-oct-2015	7,12	OBLIGACIONES CONV.EN ACCIONES	3,30	AAA
PRODUBANCO	27-ene-2012	27-oct-2010	27-oct-2015	7,12	OBLIGACIONES CONV.EN ACCIONES	3,30	AAA
FID DE TIT DE FLUJOS - TECFOOD	27-ene-2012	25-nov-2011	25-ago-2015	8,24	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,48	AAA
FID DE TIT DE FLUJOS - TECFOOD	27-ene-2012	25-nov-2011	25-ago-2015	8,24	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,48	AAA
TELCONET S A	30-ene-2012	30-ene-2012	30-ene-2017	8,51	OBLIGACIONES CONV.EN ACCIONES	2,28	AA
PRODUBANCO	30-ene-2012	27-oct-2010	27-oct-2015	6,61	OBLIGACIONES CONV.EN ACCIONES	3,30	AAA
PRODUBANCO	30-ene-2012	27-oct-2010	27-oct-2015	6,61	OBLIGACIONES CONV.EN ACCIONES	3,30	AAA
FID MER II TIT LA FABRIL	30-ene-2012	30-sep-2011	30-sep-2016	7,00	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	3,09	AAA
FID MER II TIT LA FABRIL	30-ene-2012	30-sep-2011	30-sep-2016	7,00	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	3,09	AAA
FID. MERC. II TIT ARTEFACTA	31-ene-2012	20-dic-2010	20-dic-2014	5,72	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,45	AAA
FID. MERC. II TIT ARTEFACTA	31-ene-2012	20-dic-2010	20-dic-2014	5,72	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,45	AAA
FID. MERC. II TIT ARTEFACTA	31-ene-2012	20-dic-2010	20-dic-2014	5,72	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,45	AAA
FID. MERC. II TIT ARTEFACTA	31-ene-2012	20-dic-2010	20-dic-2014	5,72	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,45	AAA
ADITMAQ ADITIVOS Y MAQUINARIAS CÍA. LTDA	31-ene-2012	14-nov-2011	14-nov-2015	9,20	OBLIGACIONES	1,86	B
ADITMAQ ADITIVOS Y MAQUINARIAS CÍA. LTDA	31-ene-2012	14-nov-2011	14-nov-2015	9,20	OBLIGACIONES	1,86	B
TELCONET S A	31-ene-2012	31-ene-2012	31-ene-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,28	AA
SECOHI SEGUNDO ELOY CORRALES E HIJOS	31-ene-2012	11-nov-2011	11-nov-2015	8,68	OBLIGACIONES	1,86	A
EXPALSA EXPORTADORA DE ALIMENTOS S A	31-ene-2012	31-ene-2012	31-ene-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,28	AA
FID MER I TIT DELISODA / PROD GATORADE	31-ene-2012	28-abr-2011	28-abr-2015	5,70	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,51	AAA
FID MER I TIT DELISODA / PROD GATORADE	31-ene-2012	28-abr-2011	28-abr-2015	5,70	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,51	AAA
FID MER I TIT DELISODA / PROD GATORADE	31-ene-2012	28-abr-2011	28-abr-2015	5,70	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,51	AAA
FID MER I TIT DELISODA / PROD GATORADE	31-ene-2012	28-abr-2011	28-abr-2015	5,70	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,51	AAA
FID MERC II TIT INDUSTRIAS ALES	31-ene-2012	15-abr-2010	15-abr-2015	7,62	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,53	AA
FID MER I TIT FLUJOS EDU-CPU/USFQ	31-ene-2012	27-dic-2011	27-dic-2015	7,98	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,20	AAA
FID MER I TIT FLUJOS EDU-CPU/USFQ	31-ene-2012	27-dic-2011	27-dic-2015	7,98	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,20	AAA
CORP.DESARROLLO.M.S.HIPOTECAS CTH	31-ene-2012	18-nov-2011	18-nov-2015	7,19	OBLIGACIONES	1,73	AA
INCABLE S A IND ECUATORIANA DE CABLES	31-ene-2012	28-oct-2011	28-oct-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,82	AA
FID MER TIT AZUCARERA VALDEZ	31-ene-2012	23-dic-2009	23-dic-2012	7,67	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO CP	1,01	AAA

FID MER TIT AZUCARERA VALDEZ	31-ene-2012	23-dic-2009	23-dic-2012	7,67	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO CP	1,01	AAA
EL ROSADO	31-ene-2012	14-sep-2011	14-sep-2016	6,84	OBLIGACIONES	3,98	AAA
EL ROSADO	31-ene-2012	14-sep-2011	14-sep-2016	6,84	OBLIGACIONES	3,98	AAA
FID DE TIT DE FLUJOS - TECFOOD	01-feb-2012	25-nov-2011	25-ago-2015	7,98	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,40	AAA
FID DE TIT DE FLUJOS - TECFOOD	01-feb-2012	25-nov-2011	25-ago-2015	7,98	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,40	AAA
FID MER I TIT FLUJOS EDU-CPU/USFQ	01-feb-2012	10-ene-2012	10-ene-2017	8,24	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,65	AAA
FID SEGUNDA TIT FLUJOS PRONACA	01-feb-2012	29-ago-2011	29-nov-2014	6,80	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,43	AAA
FID SEGUNDA TIT FLUJOS PRONACA	01-feb-2012	29-ago-2011	29-nov-2014	6,80	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,43	AAA
INTERVISATRADE S.A.	01-feb-2012	30-jun-2011	30-jun-2015	8,77	OBLIGACIONES	1,59	AA
FID MERC II TIT FLUJOS DINERS	01-feb-2012	17-jun-2011	17-jun-2015	6,70	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
FID MERC II TIT FLUJOS DINERS	01-feb-2012	17-jun-2011	17-jun-2015	6,70	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
CORPORACION AZENDE CIA. LTDA.	02-feb-2012	02-feb-2012	02-feb-2017	7,98	OBLIGACIONES	2,40	AA
CETIVEHICULOS S A	02-feb-2012	17-mar-2010	17-mar-2014	7,71	OBLIGACIONES	1,03	AA
FID TIT CUOTAFACIL UNIBANCO - CERO DOS	02-feb-2012	26-sep-2011	26-sep-2013	6,84	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	0,83	AAA
FID TIT CUOTAFACIL UNIBANCO - CERO DOS	02-feb-2012	26-sep-2011	26-sep-2013	6,84	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	0,83	AAA
FID TIT DE FLUJOS JAHER	02-feb-2012	19-ene-2012	19-ene-2017	8,77	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,27	AA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	03-feb-2012	09-dic-2011	09-may-2014	6,92	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,40	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	03-feb-2012	09-dic-2011	09-may-2014	6,92	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,40	AAA
SEGUNDA TIT DE FLUJOS - PORTAFOLIO CFN	03-feb-2012	06-oct-2011	06-oct-2015	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,75	AAA
SEGUNDA TIT DE FLUJOS - PORTAFOLIO CFN	03-feb-2012	06-oct-2011	06-oct-2015	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,75	AAA
SEGUNDA TIT DE FLUJOS - PORTAFOLIO CFN	06-feb-2012	06-oct-2011	06-oct-2015	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,75	AAA
SEGUNDA TIT DE FLUJOS - PORTAFOLIO CFN	06-feb-2012	06-oct-2011	06-oct-2015	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,75	AAA
FID SEGUNDA TIT FLUJOS PRONACA	06-feb-2012	17-oct-2011	17-ene-2015	6,40	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,99	AAA
FID SEGUNDA TIT FLUJOS PRONACA	06-feb-2012	17-oct-2011	17-ene-2015	6,40	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,99	AAA
FID MER I TIT CART AUT UNIFINSA	06-feb-2012	06-oct-2011	06-oct-2014	7,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,30	AAA
FID MER I TIT CART AUT UNIFINSA	06-feb-2012	06-oct-2011	06-oct-2014	7,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,30	AAA
FID MER I TIT CART AUT UNIFINSA	07-feb-2012	06-oct-2011	06-ago-2014	7,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,27	AAA
FID MER I TIT CART AUT UNIFINSA	07-feb-2012	06-oct-2011	06-ago-2014	7,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,27	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	08-feb-2012	08-feb-2012	08-feb-2020	9,58	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,44	AAA

FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	08-feb-2012	08-feb-2012	08-feb-2020	9,58	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,44	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	08-feb-2012	08-feb-2012	08-feb-2020	9,58	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,44	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	08-feb-2012	08-feb-2012	08-feb-2020	9,58	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,44	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	08-feb-2012	08-feb-2012	08-feb-2020	9,58	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,44	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	08-feb-2012	08-feb-2012	08-feb-2020	9,58	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,44	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	08-feb-2012	08-feb-2012	08-feb-2020	9,58	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,44	AAA
FID MERC TIT DE FLUJOS EDESA	08-feb-2012	08-feb-2012	08-feb-2020	9,58	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,44	AAA
SECOHI SEGUNDO ELOY CORRALES E HIJOS	09-feb-2012	28-oct-2011	28-oct-2014	8,16	OBLIGACIONES	1,34	A
SECOHI SEGUNDO ELOY CORRALES E HIJOS	09-feb-2012	28-oct-2011	28-oct-2014	8,16	OBLIGACIONES	1,34	A
FID 2° TIT CART AUTOMOTRIZ - CFC	09-feb-2012	19-dic-2011	19-ene-2015	8,30	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,32	AAA
FID 2° TIT CART AUTOMOTRIZ - CFC	09-feb-2012	19-dic-2011	19-ene-2015	8,30	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,32	AAA
PLASTICOS DEL LITORAL	09-feb-2012	19-ene-2010	19-ene-2014	7,98	OBLIGACIONES	1,01	AA
FID MER TIT EBC	10-feb-2012	11-dic-2009	11-dic-2012	6,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO CP	1,46	AAA
FID MER TIT EBC	10-feb-2012	11-dic-2009	11-dic-2012	6,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO CP	1,46	AAA
FID MER TIT EBC	10-feb-2012	11-dic-2009	11-dic-2012	6,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO CP	1,46	AAA
FID MER TIT EBC	10-feb-2012	11-dic-2009	11-dic-2012	6,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO CP	1,46	AAA
OMARSA S.A.	10-feb-2012	10-feb-2012	10-feb-2016	8,24	OBLIGACIONES	1,91	AA
DUPOCSA S.A.	10-feb-2012	12-ene-2012	12-ene-2016	8,54	OBLIGACIONES	1,95	AA
FID MER TIT EBC	10-feb-2012	11-dic-2009	11-dic-2012	6,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO CP	1,46	AAA
FID MER TIT EBC	10-feb-2012	11-dic-2009	11-dic-2012	6,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO CP	1,46	AAA
FID. MERC. II TIT ARTEFACTA	13-feb-2012	20-dic-2010	20-dic-2014	5,50	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,38	AAA
FID. MERC. II TIT ARTEFACTA	13-feb-2012	20-dic-2010	20-dic-2014	5,50	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,38	AAA
FID MER I TIT FLUJOS EDU-CPU/USFQ	13-feb-2012	27-dic-2011	27-dic-2015	7,98	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,12	AAA
FID MER I TIT FLUJOS EDU-CPU/USFQ	13-feb-2012	27-dic-2011	27-dic-2015	7,98	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,12	AAA
PLASTICOS DEL LITORAL	13-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,33	AA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	13-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	13-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	13-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA

FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	13-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	14-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	14-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	14-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	14-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	14-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	14-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
LA GANGA CIA LTDA	15-feb-2012	27-dic-2010	27-dic-2014	5,00	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,45	AA
FID MERC II TIT FLUJOS DINERS	15-feb-2012	17-jun-2011	17-jun-2018	7,00	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,97	AAA
FID MERC II TIT FLUJOS DINERS	15-feb-2012	17-jun-2011	17-jun-2018	7,00	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,97	AAA
FID MERC II TIT FLUJOS DINERS	15-feb-2012	17-jun-2011	17-jun-2018	7,00	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,97	AAA
FID MERC II TIT FLUJOS DINERS	15-feb-2012	17-jun-2011	17-jun-2018	7,00	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,97	AAA
TEOJAMA COMERCIAL S A	15-feb-2012	26-dic-2011	26-dic-2014	7,45	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,38	AA
FID MERC II TIT FLUJOS DINERS	15-feb-2012	17-jun-2011	17-jun-2018	7,00	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,97	AAA
FID MERC II TIT FLUJOS DINERS	15-feb-2012	17-jun-2011	17-jun-2018	7,00	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,97	AAA
FID MER I TIT FLUJOS - TECOPESCA	15-feb-2012	29-nov-2011	29-nov-2015	8,24	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,81	AA
SEGUNDA TIT DE FLUJOS - PORTAFOLIO CFN	15-feb-2012	06-oct-2011	06-oct-2015	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,75	AAA
SEGUNDA TIT DE FLUJOS - PORTAFOLIO CFN	15-feb-2012	06-oct-2011	06-oct-2015	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,75	AAA
SOROA S.A.	17-feb-2012	16-feb-2012	16-feb-2018	9,04	OBLIGACIONES	4,65	AA
ENVASES DEL LITORAL SA	17-feb-2012	17-feb-2012	17-feb-2017	8,24	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,25	AA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	17-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	17-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
ADITMAQ ADITIVOS Y MAQUINARIAS CIA. LTDA	17-feb-2012	14-nov-2011	14-nov-2015	9,20	OBLIGACIONES	1,79	B
ADITMAQ ADITIVOS Y MAQUINARIAS CIA. LTDA	17-feb-2012	14-nov-2011	14-nov-2015	9,20	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,79	B
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	17-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	17-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	22-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	22-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	23-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	23-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA

					CREDITICIO		
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	23-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	23-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
GRUPO IMAR S.A. GRUPIMARSA	23-feb-2012	23-feb-2012	23-feb-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,45	A
GRUPO IMAR S.A. GRUPIMARSA	23-feb-2012	23-feb-2012	23-feb-2016	8,51	OBLIGACIONES	2,28	A
EL ROSADO	23-feb-2012	20-sep-2011	20-sep-2016	7,19	OBLIGACIONES	3,93	AAA
EL ROSADO	23-feb-2012	20-sep-2011	20-sep-2016	7,19	OBLIGACIONES	3,93	AAA
GRIFINE S.A.	23-feb-2012	23-feb-2012	23-feb-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,26	AA
MEMORIAL FUNER ASESORA SERV FUNERARIOS S	24-feb-2012	24-feb-2012	24-feb-2016	8,77	OBLIGACIONES	1,88	AA
TELCONET S A	24-feb-2012	24-feb-2012	24-feb-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,26	AA
SEGUNDA TIT DE FLUJOS - PORTAFOLIO CFN	24-feb-2012	06-oct-2011	06-oct-2015	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,75	AAA
SEGUNDA TIT DE FLUJOS - PORTAFOLIO CFN	24-feb-2012	06-oct-2011	06-oct-2015	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,75	AAA
GRIFINE S.A.	24-feb-2012	24-feb-2012	24-feb-2016	7,98	OBLIGACIONES	1,88	AA
FID MERC II TIT INDUSTRIAS ALES	27-feb-2012	15-abr-2010	15-abr-2015	7,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,53	AA
FID 2° TIT CART AUTOMOTRIZ - CFC	27-feb-2012	19-dic-2011	19-abr-2014	8,03	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,04	AAA
FID 2° TIT CART AUTOMOTRIZ - CFC	27-feb-2012	19-dic-2011	19-abr-2014	8,03	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,04	AAA
FID TIT DE FLUJOS JAHER	27-feb-2012	10-feb-2012	10-feb-2017	8,77	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,33	AA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	27-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	27-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
DUPOCSA S.A.	27-feb-2012	11-ene-2012	11-ene-2016	8,51	OBLIGACIONES	1,95	AA
MAQUINAS Y SUMINISTROS MAQSUM	28-feb-2012	27-oct-2011	27-oct-2014	8,24	OBLIGACIONES	1,31	AA
TELCONET S A	28-feb-2012	29-feb-2012	28-feb-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,28	AA
GRIFINE S.A.	28-feb-2012	29-feb-2012	28-feb-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,28	AA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	28-feb-2012	09-dic-2011	09-may-2014	6,91	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,40	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	28-feb-2012	09-dic-2011	09-may-2014	6,91	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,40	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	28-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	28-feb-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
GRIFINE S.A.	28-feb-2012	28-feb-2012	28-feb-2016	7,98	OBLIGACIONES	1,89	AA
AGRITOP S.A.	28-feb-2012	11-oct-2011	11-oct-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,13	AA
CONFITECA	28-feb-2012	02-mar-2011	02-mar-2016	8,01	OBLIGACIONES	1,85	AA
MEMORIAL FUNER ASESORA SERV FUNERARIOS S	29-feb-2012	29-feb-2012	29-feb-2016	8,77	OBLIGACIONES	1,88	AA
ADITMAQ ADITIVOS Y MAQUINARIAS CIA. LTDA	29-feb-2012	14-nov-2011	14-nov-2015	9,20	OBLIGACIONES	1,79	B
SEGUNDA TIT DE FLUJOS - PORTAFOLIO CFN	29-feb-2012	06-oct-2011	06-oct-2015	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,75	AAA

SEGUNDA TIT DE FLUJOS - PORTAFOLIO CFN	29-feb-2012	06-oct-2011	06-oct-2015	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,75	AAA
2 TIT CARTERA COMERCIAL IIASA	29-feb-2012	20-jul-2011	20-jun-2013	6,53	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	0,67	AAA
2 TIT CARTERA COMERCIAL IIASA	29-feb-2012	20-jul-2011	20-jun-2013	6,53	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	0,67	AAA
AIFA S.A.	29-feb-2012	29-feb-2012	28-feb-2017	8,51	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO	2,28	AA
FID MER I TIT FLUJOS LOCALES-PACIFICARD	01-mar-2012	12-dic-2011	12-dic-2014	7,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,41	AAA
FID MER I TIT FLUJOS LOCALES-PACIFICARD	01-mar-2012	12-dic-2011	12-dic-2014	7,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,41	AAA
MEMORIAL FUNER ASESORA SERV FUNERARIOS S	01-mar-2012	01-mar-2012	01-mar-2016	8,77	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO	1,89	AA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	02-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	02-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	02-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	02-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
FID TIT DE FLUJOS JAHER	05-mar-2012	10-feb-2012	10-feb-2017	8,77	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,25	AA
3 TIT CART COMERCIAL IIASA	07-mar-2012	07-mar-2012	07-ene-2014	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
3 TIT CART COMERCIAL IIASA	07-mar-2012	07-mar-2012	07-ene-2014	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
3 TIT CART COMERCIAL IIASA	07-mar-2012	07-mar-2012	07-mar-2014	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
3 TIT CART COMERCIAL IIASA	07-mar-2012	07-mar-2012	07-mar-2014	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
3 TIT CART COMERCIAL IIASA	07-mar-2012	07-mar-2012	07-ene-2014	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
3 TIT CART COMERCIAL IIASA	07-mar-2012	07-mar-2012	07-ene-2014	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	07-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	07-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	07-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	07-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
ENVASES DEL LITORAL SA	07-mar-2012	20-ene-2011	20-ene-2015	8,24	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO	1,33	AA
MEMORIAL FUNER ASESORA SERV FUNERARIOS S	07-mar-2012	07-mar-2012	07-mar-2016	8,77	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO	1,91	AA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	07-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	07-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
GRUPO IMAR S.A. GRUPIMARSA	08-mar-2012	23-feb-2012	23-feb-2015	8,24	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO	1,43	A
OMARSA S.A.	08-mar-2012	10-feb-2012	10-feb-2016	8,24	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO	1,83	AA
AUTOLASA AUT. LATINOAMERICANOS S.A.	08-mar-2012	25-ago-2011	25-ago-2015	8,24	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO	1,67	AA
ALIMENTSA DIETAS Y ALIMENTOS S.A.	08-mar-2012	08-mar-2012	08-mar-2017	7,98	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO	2,77	AA

LIFE C.A. (LAB.INDUSTRI.FARMAC. ECUATORI)	09-mar-2012	10-jun-2009	10-jun-2013	8,24	OBLIGACIONES	0,72	AAA
LIFE C.A. (LAB.INDUSTRI.FARMAC. ECUATORI)	09-mar-2012	10-jun-2009	10-jun-2013	8,24	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	0,72	AAA
FID MER TIT EBC	12-mar-2012	11-dic-2009	11-mar-2015	8,67	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,85	AAA
FID MER TIT EBC	12-mar-2012	11-dic-2009	11-mar-2015	8,67	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,85	AAA
PLASTICOS DEL LITORAL	12-mar-2012	16-nov-2009	16-nov-2013	8,24	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	0,89	AA
FID MER TIT EBC	12-mar-2012	11-dic-2009	11-mar-2015	8,67	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,85	AAA
FID MER TIT EBC	12-mar-2012	11-dic-2009	11-mar-2015	8,67	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,85	AAA
ENVASES DEL LITORAL SA	12-mar-2012	12-ene-2011	12-ene-2016	8,24	OBLIGACIONES	1,73	AA
ELECTRONICA SIGLO XXI ELECTROSIGLO S A	13-mar-2012	10-sep-2010	10-sep-2015	5,80	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,74	AA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	13-mar-2012	09-dic-2011	09-may-2014	6,91	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,32	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	13-mar-2012	09-dic-2011	09-may-2014	6,91	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,32	AAA
MAQUINAS Y SUMINISTROS MAQSUM	13-mar-2012	27-oct-2011	27-oct-2014	8,24	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,27	AA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	13-mar-2012	09-dic-2011	09-may-2014	6,91	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,32	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	13-mar-2012	09-dic-2011	09-may-2014	6,91	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,32	AAA
MEMORIAL FUNER ASESORA SERV FUNERARIOS S	14-mar-2012	14-mar-2012	14-mar-2016	8,77	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,93	AA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	14-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	14-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
IND LOJANA DE ESPECERIAS ILE S.A.	14-mar-2012	28-ene-2011	28-ene-2015	6,45	OBLIGACIONES	1,57	AA
IMPORPOINT S.A.	14-mar-2012	08-oct-2010	08-oct-2015	5,90	OBLIGACIONES	1,67	AAA
IMPORPOINT S.A.	14-mar-2012	08-oct-2010	08-oct-2015	5,90	OBLIGACIONES	1,67	AAA
LIFE C.A. (LAB.INDUSTRI.FARMAC. ECUATORI)	14-mar-2012	21-dic-2010	21-dic-2015	6,32	OBLIGACIONES	1,73	AAA
LIFE C.A. (LAB.INDUSTRI.FARMAC. ECUATORI)	14-mar-2012	21-dic-2010	21-dic-2015	6,32	OBLIGACIONES	1,73	AAA
IMPORPOINT S.A.	14-mar-2012	08-oct-2010	08-oct-2015	5,90	OBLIGACIONES	1,67	AAA
IMPORPOINT S.A.	14-mar-2012	08-oct-2010	08-oct-2015	5,90	OBLIGACIONES	1,67	AAA
LIFE C.A. (LAB.INDUSTRI.FARMAC. ECUATORI)	15-mar-2012	21-dic-2010	21-dic-2015	6,32	OBLIGACIONES	1,73	AAA
LIFE C.A. (LAB.INDUSTRI.FARMAC. ECUATORI)	15-mar-2012	21-dic-2010	21-dic-2015	6,32	OBLIGACIONES	1,73	AAA
CORPORACION AZENDE CIA. LTDA.	15-mar-2012	15-mar-2012	15-dic-2015	7,71	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,83	AA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	15-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	15-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	15-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA

									CREDITICIO
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	15-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58		AAA
SEGUNDA TIT DE FLUJOS - PORTAFOLIO CFN	15-mar-2012	06-oct-2011	06-oct-2015	6,66		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,67		AAA
SEGUNDA TIT DE FLUJOS - PORTAFOLIO CFN	15-mar-2012	06-oct-2011	06-oct-2015	6,66		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,67		AAA
LIFE C.A. (LAB.INDUSTRI.FARMAC. ECUATORI)	15-mar-2012	21-dic-2010	21-dic-2015	6,32		OBLIGACIONES	1,73		AAA
LIFE C.A. (LAB.INDUSTRI.FARMAC. ECUATORI)	15-mar-2012	21-dic-2010	21-dic-2015	6,32		OBLIGACIONES	1,73		AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	16-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58		AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	16-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58		AAA
FID 2° TIT CART AUTOMOTRIZ - CFC	16-mar-2012	19-dic-2011	19-ene-2015	8,30		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,33		AAA
FID 2° TIT CART AUTOMOTRIZ - CFC	16-mar-2012	19-dic-2011	19-ene-2015	8,30		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,33		AAA
SOLAREX S.A.	16-mar-2012	19-mar-2012	19-mar-2016	9,31		OBLIGACIONES	2,30		A
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	19-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58		AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	19-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58		AAA
SEGUNDA TIT DE FLUJOS - PORTAFOLIO CFN	19-mar-2012	06-oct-2011	06-oct-2015	6,66		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,67		AAA
SEGUNDA TIT DE FLUJOS - PORTAFOLIO CFN	19-mar-2012	06-oct-2011	06-oct-2015	6,66		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,67		AAA
DUPOCSA S.A.	19-mar-2012	12-ene-2012	12-ene-2016	8,54		OBLIGACIONES	1,87		AA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	19-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58		AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	19-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58		AAA
FID I TIT INT FOOD SERVICES CORP	19-mar-2012	29-abr-2010	29-abr-2013	6,98		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	0,61		AAA
FID I TIT INT FOOD SERVICES CORP	19-mar-2012	29-abr-2010	29-abr-2013	6,98		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	0,61		AAA
MEMORIAL FUNER ASESORA SERV FUNERARIOS S	20-mar-2012	20-mar-2012	20-mar-2016	8,77		OBLIGACIONES	1,95		AA
PLASTICOS DEL LITORAL	20-mar-2012	20-mar-2012	20-mar-2017	8,51		OBLIGACIONES	2,71		AA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	20-mar-2012	09-dic-2011	09-may-2014	6,91		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,32		AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	20-mar-2012	09-dic-2011	09-may-2014	6,91		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,32		AAA
DUPOCSA S.A.	20-mar-2012	11-ene-2012	11-ene-2016	8,51		OBLIGACIONES	1,87		AA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	20-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58		AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	20-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58		AAA
FID MER I TIT FLUJOS - TECOPESCA	20-mar-2012	29-nov-2011	29-nov-2015	8,24		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,86		AA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	21-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51		VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58		AAA

FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	21-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	21-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
FID MER 9 TIT CART COM COMANDATO	21-mar-2012	13-feb-2012	13-feb-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,58	AAA
FIMUPI 7 FID MERC M. PICHINCHA	23-mar-2012	23-dic-2010	16-sep-2016	6,02	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,43	AAA
FIMUPI 7 FID MERC M. PICHINCHA	23-mar-2012	23-dic-2010	16-sep-2016	6,02	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,43	AAA
MAXDRIVE S.A.	26-mar-2012	26-mar-2012	26-mar-2016	8,51	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,90	AA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	26-mar-2012	09-dic-2011	09-may-2014	6,91	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,32	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	26-mar-2012	09-dic-2011	09-may-2014	6,91	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,32	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	26-mar-2012	09-dic-2011	09-may-2014	6,91	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,32	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	26-mar-2012	09-dic-2011	09-may-2014	6,91	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,32	AAA
PRIMERA TIT DE FLUJOS - BIRA	26-mar-2012	26-mar-2012	26-mar-2017	8,77	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,40	AAA
ENERGY & PALMA ENERGYPALMA S.A.	27-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA
ENERGY & PALMA ENERGYPALMA S.A.	27-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA
ENERGY & PALMA ENERGYPALMA S.A.	27-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA
ENERGY & PALMA ENERGYPALMA S.A.	27-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA
FIMUPI 8 FID MERC M. PICHINCHA	27-mar-2012	27-mar-2012	16-ago-2017	6,00	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,80	AAA
ENERGY & PALMA ENERGYPALMA S.A.	27-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA
ENERGY & PALMA ENERGYPALMA S.A.	27-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA
ENERGY & PALMA ENERGYPALMA S.A.	27-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA
ENERGY & PALMA ENERGYPALMA S.A.	27-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA
GRIFINE S.A.	28-mar-2012	28-mar-2012	28-mar-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,20	AA
ENERGY & PALMA ENERGYPALMA S.A.	28-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA
ENERGY & PALMA ENERGYPALMA S.A.	28-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA
FID MERC II TIT FLUJOS DINERS	28-mar-2012	17-jun-2011	17-jun-2018	7,65	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,05	AAA
FID MERC II TIT FLUJOS DINERS	28-mar-2012	17-jun-2011	17-jun-2018	7,65	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,05	AAA
EL ROSADO	28-mar-2012	20-sep-2010	20-sep-2015	5,50	OBLIGACIONES	3,86	AAA
EL ROSADO	28-mar-2012	20-sep-2010	20-sep-2015	5,50	OBLIGACIONES	3,86	AAA
ADITMAQ ADITIVOS Y MAQUINARIAS CÍA. LTDA	28-mar-2012	14-nov-2011	14-nov-2015	9,20	OBLIGACIONES	1,70	A
ENERGY & PALMA ENERGYPALMA S.A.	29-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA
ENERGY & PALMA ENERGYPALMA S.A.	29-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	29-mar-2012	09-dic-2011	09-abr-2014	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,32	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL FMS - DOS	29-mar-2012	09-dic-2011	09-abr-2014	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,32	AAA

CREDITICIO								
ENERGY & PALMA ENERGY PALMA S.A.	29-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA	
ENERGY & PALMA ENERGY PALMA S.A.	29-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA	
ENERGY & PALMA ENERGY PALMA S.A.	29-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA	
ENERGY & PALMA ENERGY PALMA S.A.	29-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA	
MAXDRIVE S.A.	29-mar-2012	26-mar-2012	26-mar-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,50	AA	
ENERGY & PALMA ENERGY PALMA S.A.	30-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA	
ENERGY & PALMA ENERGY PALMA S.A.	30-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA	
ALIMENTSA DIETAS Y ALIMENTOS S.A.	30-mar-2012	30-mar-2012	30-mar-2017	7,98	OBLIGACIONES	2,79	AA	
ENERGY & PALMA ENERGY PALMA S.A.	30-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,83	AAA	
ENERGY & PALMA ENERGY PALMA S.A.	30-mar-2012	27-mar-2012	27-mar-2016	8,24	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,83	AAA	
FID TIT DE FLUJOS JAHER ENERGY & PALMA ENERGY PALMA S.A.	04-abr-2012	10-feb-2012	10-feb-2017	8,77	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,25	AA	
PRIMERA TIT DE FLUJOS - BIRA	05-abr-2012	27-mar-2012	27-mar-2017	8,51	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,81	AA	
TELCONET S A	10-abr-2012	26-mar-2012	26-mar-2017	8,77	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,31	AAA	
ALIMENTSA DIETAS Y ALIMENTOS S.A.	17-abr-2012	17-abr-2012	17-abr-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,24	AA	
FID MER I TIT FLUJOS EDU-CPU/USFQ	18-abr-2012	18-abr-2012	18-abr-2017	7,98	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,70	AA	
CORPORACION AZENDE CIA. LTDA.	18-abr-2012	10-ene-2012	10-ene-2017	8,31	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,21	AAA	
TELCONET S A	20-abr-2012	02-feb-2012	02-feb-2017	7,50	OBLIGACIONES	2,20	AA	
CONSERMIN S.A.	30-abr-2012	24-abr-2012	24-abr-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,26	AA	
MAXDRIVE S.A.	30-abr-2012	30-abr-2012	30-abr-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,79	AA	
CONSERMIN S.A.	02-may-2012	26-mar-2012	26-mar-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,48	AA	
FID TIT DE FLUJOS JAHER	02-may-2012	30-abr-2012	30-abr-2017	8,51	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,79	AA	
CORPORACION AZENDE CIA. LTDA.	03-may-2012	10-abr-2012	10-abr-2017	8,77	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,25	AA	
SECOHI SEGUNDO ELOY CORRALES E HIJOS	03-may-2012	15-mar-2012	15-dic-2015	7,71	OBLIGACIONES	1,66	AA	
LIRIS S A	03-may-2012	11-nov-2011	11-nov-2015	8,68	OBLIGACIONES	1,83	A	
AUTO IMPORTADORA GALARZA	04-may-2012	15-oct-2010	15-oct-2014	7,45	OBLIGACIONES	1,21	AA	
FID MER I TIT FLUJOS EDU-CPU/USFQ	04-may-2012	26-mar-2012	26-mar-2015	8,24	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,37	AA	
GRUPO IMAR S.A. GRUPIMARSA	04-may-2012	10-ene-2012	10-ene-2017	7,98	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,45	AAA	
DIPAC MANTA	04-may-2012	23-feb-2012	23-feb-2016	8,51	OBLIGACIONES	2,11	A	
SOROA S.A.	07-may-2012	07-ene-2011	07-ene-2015	7,19	OBLIGACIONES	1,31	AA	
EL ROSADO	07-may-2012	16-feb-2012	16-feb-2017	8,24	OBLIGACIONES	2,84	AA	
EL ROSADO	07-may-2012	21-sep-2010	21-sep-2015	7,45	OBLIGACIONES	1,60	AAA	
EUROFERT FERTILIZ. Y AGROQ. EUROPEOS S.A	07-may-2012	21-sep-2010	21-sep-2015	7,45	OBLIGACIONES	1,60	AAA	
FID MER 3TIT FLUJOS FUT ARTEFACTA	09-may-2012	17-ene-2012	17-ene-2015	8,24	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,32	AA	
	10-may-2012	15-feb-2012	15-feb-2017	8,20	OBLIGACIONES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,22	AAA	

TEOJAMA COMERCIAL S A	10-may-2012	26-dic-2011	26-dic-2014	7,10	OBLIGACIONES	1,28	AA
LA GANGA CIA LTDA	10-may-2012	27-dic-2010	27-dic-2014	4,50	OBLIGACIONES	1,33	AA
DIFARE S.A.	10-may-2012	16-sep-2011	16-sep-2015	7,45	OBLIGACIONES	1,83	AA
FIDEI MERCAN FLUJOS NESTLE ECUADOR	11-may-2012	28-nov-2008	28-nov-2012	6,11	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO CP	0,75	AAA
FIDEI MERCAN FLUJOS NESTLE ECUADOR	11-may-2012	28-nov-2008	28-nov-2012	6,11	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO CP	0,75	AAA
FIDEI MERCAN FLUJOS NESTLE ECUADOR	11-may-2012	28-nov-2008	28-nov-2012	6,40	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO CP	0,75	AAA
FIDEI MERCAN FLUJOS NESTLE ECUADOR	11-may-2012	28-nov-2008	28-nov-2012	6,40	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO CP	0,75	AAA
MEDEPORT S.A.	11-may-2012	26-nov-2010	26-nov-2013	6,09	OBLIGACIONES	0,85	AA
COMPANIA REC DE PAPEL REPALCO SA	14-may-2012	09-abr-2012	09-abr-2016	8,77	OBLIGACIONES	2,33	A
INTERVISATRADE S.A.	15-may-2012	15-may-2012	15-may-2016	8,77	OBLIGACIONES	2,03	AA
PLASTICOS DEL LITORAL	15-may-2012	15-may-2012	15-may-2018	8,77	OBLIGACIONES	2,70	AA
ADITMAQ ADITIVOS Y MAQUINARIAS CÍA. LTDA	15-may-2012	14-nov-2011	14-nov-2015	9,20	OBLIGACIONES	1,83	A
SOROA S.A.	15-may-2012	16-feb-2012	16-feb-2018	9,04	OBLIGACIONES	4,58	AA
MEMORIAL FUNER ASESORA SERV FUNERARIOS S	16-may-2012	17-may-2012	17-may-2016	8,77	OBLIGACIONES	1,94	AA
PLASTICOS DEL LITORAL	18-may-2012	15-may-2012	15-may-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,33	AA
COMPANIA REC DE PAPEL REPALCO SA	18-may-2012	09-abr-2012	09-abr-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,53	A
ALIMENTSA DIETAS Y ALIMENTOS S.A.	18-may-2012	21-may-2012	21-may-2017	7,98	OBLIGACIONES	2,73	AA
INDUSTRIAS UNIDAS CIA. LTDA.	21-may-2012	15-sep-2011	15-sep-2014	6,27	OBLIGACIONES	1,22	AA
FMPCH I FIDEICOMISO MERC BCO PICHINCHA	21-may-2012	15-may-2012	15-ago-2016	7,90	VALORES PCHTH1 SERIE A1 S	1,34	AAA
FMPCH I FIDEICOMISO MERC BCO PICHINCHA	21-may-2012	15-may-2012	15-ago-2016	7,90	VALORES PCHTH1 SERIE A1 S	1,30	AAA
FID MER B. PICHINCHA FIMEPCH 2	21-may-2012	16-may-2012	16-ago-2017	5,98	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,69	AAA
MEMORIAL FUNER ASESORA SERV FUNERARIOS S	22-may-2012	22-may-2012	22-may-2016	8,77	OBLIGACIONES	1,87	AA
INTERVISATRADE S.A.	22-may-2012	22-may-2012	22-may-2016	8,77	OBLIGACIONES	1,96	AA
FMPCH I FIDEICOMISO MERC BCO PICHINCHA	22-may-2012	15-may-2012	15-jul-2017	7,78	CLASE A2 - VALORES DE TITULARIZACION	3,38	AAA
FMPCH I FIDEICOMISO MERC BCO PICHINCHA	22-may-2012	15-may-2012	15-mar-2017	6,72	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,56	AAA
TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S A	22-may-2012	29-jul-2011	29-jul-2015	5,69	OBLIGACIONES	1,59	AAA
TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S A	22-may-2012	29-jul-2011	29-jul-2015	5,69	OBLIGACIONES	1,59	AAA
ENVASES DEL LITORAL SA	22-may-2012	26-ene-2011	26-ene-2015	8,01	OBLIGACIONES	1,35	AA
SOLAREX S.A.	23-may-2012	19-mar-2012	19-mar-2016	9,31	OBLIGACIONES	2,24	A
ANGLO AUTOMOTRIZ S A	23-may-2012	15-may-2012	15-may-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,32	AA
HELADOSA S.A.	23-may-2012	25-abr-2012	25-abr-2016	8,08	OBLIGACIONES	1,88	AA
PLASTICOS DEL LITORAL	23-may-2012	03-feb-2010	03-feb-2014	7,71	OBLIGACIONES	0,93	AA
ANGLO AUTOMOTRIZ S A	23-may-2012	24-abr-2012	24-abr-2016	8,24	OBLIGACIONES	1,87	AA
CODEPRET S.A.	24-may-2012	02-may-2012	02-may-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,47	AA

CODEPRET S.A.	29-may-2012	23-abr-2012	23-abr-2016	8,51	OBLIGACIONES	1,86	AA
QUIMICA ARISTON ECUADOR CIA LTDA	29-may-2012	29-may-2012	29-may-2017	8,77	OBLIGACIONES	2,27	AA
3 TIT CART COMERCIAL IIASA	29-may-2012	07-mar-2012	07-ene-2014	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	0,80	AAA
3 TIT CART COMERCIAL IIASA	29-may-2012	07-mar-2012	07-ene-2014	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	0,80	AAA
ELECTRONICA SIGLO XXI ELECTROSIGLO S A	30-may-2012	10-sep-2010	10-sep-2015	5,50	OBLIGACIONES	1,57	AA
3 TIT CART COMERCIAL IIASA	31-may-2012	07-mar-2012	07-ene-2014	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	0,80	AAA
3 TIT CART COMERCIAL IIASA	31-may-2012	07-mar-2012	07-ene-2014	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	0,80	AAA
3 TIT CART COMERCIAL IIASA	31-may-2012	07-mar-2012	07-ene-2014	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	0,80	AAA
3 TIT CART COMERCIAL IIASA	31-may-2012	07-mar-2012	07-ene-2014	6,66	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	0,80	AAA
PRODUBANCO	31-may-2012	27-oct-2010	27-oct-2015	7,67	OBLIGACIONES CONV.EN ACCIONES	3,09	AAA
PRODUBANCO	31-may-2012	27-oct-2010	27-oct-2015	7,67	OBLIGACIONES CONV.EN ACCIONES	3,09	AAA
DIFARE S.A.	01-jun-2012	16-sep-2011	16-sep-2016	7,45	OBLIGACIONES	1,92	AA
PICHINCHA BANCO	06-jun-2012	28-ene-2011	28-ene-2016	7,75	OBLIGACIONES CONV.EN ACCIONES	3,35	AAA
PICHINCHA BANCO	06-jun-2012	28-ene-2011	28-ene-2016	7,75	OBLIGACIONES CONV.EN ACCIONES	3,35	AAA
PRODUCTORA CARTONERA S.A.	08-jun-2012	28-oct-2010	28-oct-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,24	AAA
PRODUCTORA CARTONERA S.A.	08-jun-2012	28-oct-2010	28-oct-2016	8,24	OBLIGACIONES	2,24	AAA
IND LOJANA DE ESPECERIAS ILE S.A.	08-jun-2012	28-ene-2011	28-ene-2015	7,33	OBLIGACIONES	1,33	AA
AUTO IMPORTADORA GALARZA	11-jun-2012	26-mar-2012	26-mar-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,29	AA
CONCERROAZUL S A	11-jun-2012	21-feb-2011	21-feb-2016	6,20	OBLIGACIONES	1,79	AA
TELCONET S A	12-jun-2012	08-feb-2011	08-feb-2016	5,90	OBLIGACIONES	1,74	AA
CONCERROAZUL S A	12-jun-2012	22-feb-2011	22-feb-2016	6,00	OBLIGACIONES	1,80	AA
SECOHI SEGUNDO ELOY CORRALES E HIJOS	13-jun-2012	11-nov-2011	11-nov-2015	8,68	OBLIGACIONES	1,75	A
SECOHI SEGUNDO ELOY CORRALES E HIJOS	13-jun-2012	11-nov-2011	11-nov-2015	8,68	OBLIGACIONES	1,75	A
FERRO TORRE S.A.	14-jun-2012	14-jun-2012	14-jun-2016	8,40	OBLIGACIONES	2,30	AA
CONFITECA	15-jun-2012	02-mar-2011	02-mar-2016	7,40	OBLIGACIONES	1,81	AA
EL ROSADO	15-jun-2012	14-sep-2011	14-sep-2016	6,66	OBLIGACIONES	3,72	AAA
EL ROSADO	15-jun-2012	14-sep-2011	14-sep-2016	6,66	OBLIGACIONES	3,72	AAA
LA GANGA CIA LTDA	18-jun-2012	27-dic-2010	27-dic-2014	4,36	OBLIGACIONES	1,26	AA
TELCONET S A	18-jun-2012	11-feb-2011	11-feb-2016	5,94	OBLIGACIONES	1,75	AA
ENVASES DEL LITORAL SA	18-jun-2012	04-feb-2011	04-feb-2015	7,92	OBLIGACIONES	1,29	AA
PROVEFRUT S A	18-jun-2012	15-jul-2010	15-jul-2013	6,38	OBLIGACIONES	0,60	AAA
PROVEFRUT S A	18-jun-2012	15-jul-2010	15-jul-2013	6,38	OBLIGACIONES	0,60	AAA
TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S A	18-jun-2012	29-jul-2011	29-jul-2015	5,70	OBLIGACIONES	1,51	AAA
TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S A	18-jun-2012	29-jul-2011	29-jul-2015	5,70	OBLIGACIONES	1,51	AAA
ENVASES DEL LITORAL SA	18-jun-2012	26-ene-2011	26-ene-2015	7,92	OBLIGACIONES	1,25	AA

FIMUPI 8 FID MERC M. PICHINCHA	19-jun-2012	27-mar-2012	16-ago-2017	6,00	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,69	AAA
CODEPRET S.A.	20-jun-2012	02-may-2012	02-may-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,40	AA
CASA MOELLER MARTINEZ C.A.	21-jun-2012	05-abr-2012	05-abr-2015	8,67	OBLIGACIONES	1,51	AA
SUMESA S A	21-jun-2012	30-sep-2011	30-sep-2015	8,14	OBLIGACIONES	1,53	AA
QUIMICA ARISTON ECUADOR CIA LTDA	22-jun-2012	15-jun-2012	15-jun-2017	8,77	OBLIGACIONES	2,53	AA
COLONIAL CIA DE SEGUROS Y REASEGUROS S.A	28-jun-2012	16-oct-2009	16-oct-2013	8,03	OBLIGACIONES	0,89	AAA
COLONIAL CIA DE SEGUROS Y REASEGUROS S.A	28-jun-2012	16-oct-2009	16-oct-2013	8,03	OBLIGACIONES	0,89	AAA
OPTICA LOS ANDES CIA LTDA	28-jun-2012	09-nov-2009	09-nov-2013	7,98	OBLIGACIONES	0,75	AA
TELCONET S A	29-jun-2012	27-ene-2012	27-ene-2017	8,24	OBLIGACIONES	2,08	AA
COMPANIA REC DE PAPEL REPALCO SA	29-jun-2012	09-abr-2012	09-abr-2016	8,51	OBLIGACIONES	2,25	A
COMPANIA REC DE PAPEL REPALCO SA	29-jun-2012	09-abr-2012	09-abr-2016	8,51	OBLIGACIONES	2,25	A
COMPANIA REC DE PAPEL REPALCO SA	29-jun-2012	09-abr-2012	09-abr-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,44	A
COMPANIA REC DE PAPEL REPALCO SA	29-jun-2012	09-abr-2012	09-abr-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,44	A
GRUPO IMAR S.A. GRUPIMARSA	29-jun-2012	23-feb-2012	23-feb-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,16	A
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	02-jul-2012	21-jun-2012	16-mar-2018	6,02	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,92	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	02-jul-2012	21-jun-2012	16-mar-2018	6,02	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,92	AAA
FID MER 10MA TIT CART COM COMANDATO	02-jul-2012	22-may-2012	22-may-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,52	AAA
FID MER 10MA TIT CART COM COMANDATO	02-jul-2012	22-may-2012	22-may-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,52	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	02-jul-2012	21-jun-2012	16-mar-2018	6,02	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,92	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	02-jul-2012	21-jun-2012	16-mar-2018	6,02	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,92	AAA
FID MER I TIT FLUJOS LOCALES-PACIFICARD	03-jul-2012	12-dic-2011	12-dic-2014	7,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,21	AAA
FID MER I TIT FLUJOS LOCALES-PACIFICARD	03-jul-2012	12-dic-2011	12-dic-2014	7,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,21	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	03-jul-2012	21-jun-2012	16-mar-2018	6,02	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,92	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	03-jul-2012	21-jun-2012	16-mar-2018	6,02	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,92	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	03-jul-2012	21-jun-2012	16-dic-2019	6,84	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	4,62	AA
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	03-jul-2012	21-jun-2012	16-feb-2021	7,76	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	5,33	A
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	03-jul-2012	21-jun-2012	16-feb-2021	7,76	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	5,33	A
COLONIAL CIA DE SEGUROS Y REASEGUROS S.A	03-jul-2012	16-oct-2009	16-oct-2013	8,24	OBLIGACIONES	0,83	AAA
COLONIAL CIA DE SEGUROS Y REASEGUROS S.A	03-jul-2012	16-oct-2009	16-oct-2013	8,24	OBLIGACIONES	0,83	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	03-jul-2012	21-jun-2012	16-mar-2021	-	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	7,67	B
TELCONET S A	04-jul-2012	27-ene-2012	27-ene-2017	8,24	OBLIGACIONES	2,01	AA
DUPOCSA S.A.	04-jul-2012	11-ene-2012	11-ene-2016	8,24	OBLIGACIONES	1,80	AA

CONSTRUCTORA HIDROBO ESTRADA S.A.	04-jul-2012	04-jul-2012	04-jul-2016	8,51	OBLIGACIONES	2,32	AA
ENVASES DEL LITORAL SA	04-jul-2012	07-feb-2012	07-feb-2017	8,12	OBLIGACIONES	2,06	AA
DANIELCOM EQUIPMENT SUPPLY S.A	05-jul-2012	05-jul-2012	05-jul-2015	8,77	OBLIGACIONES	1,48	AA
FID MER 10MA TIT CART COM COMANDATO	05-jul-2012	22-may- 2012	22-may-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,52	AAA
FID MER 10MA TIT CART COM COMANDATO	05-jul-2012	22-may- 2012	22-may-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,52	AAA
FID MER CUARTA TIT DE PRATI	05-jul-2012	04-abr-2012	04-abr-2016	7,55	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,81	AAA
FID MER CUARTA TIT DE PRATI	05-jul-2012	04-abr-2012	04-abr-2016	7,55	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,81	AAA
FID MER CUARTA TIT DE PRATI	05-jul-2012	04-abr-2012	04-abr-2016	7,55	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,81	AAA
FID MER CUARTA TIT DE PRATI	05-jul-2012	04-abr-2012	04-abr-2016	7,55	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,81	AAA
FMPCH I FIDEICOMISO MERC BCO PICHINCHA	05-jul-2012	28-jul-2006	15-jul-2017	7,79	CLASE A2 - VALORES DE TITULARIZACION	3,26	AAA
INDUSTRIAS ALES	05-jul-2012	29-dic-2010	29-dic-2014	7,40	OBLIGACIONES	1,27	AA
FID MER 3TIT FLUJOS FUT ARTEFACTA	05-jul-2012	15-feb-2012	15-feb-2017	7,90	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,06	AAA
FID MER CUARTA TIT DE PRATI	05-jul-2012	04-abr-2012	04-abr-2016	7,55	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,81	AAA
FID MER CUARTA TIT DE PRATI	05-jul-2012	04-abr-2012	04-abr-2016	7,55	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,81	AAA
FID MER B. PICHINCHA FIMEPCH 2	06-jul-2012	23-jun-2011	16-ago-2017	5,98	VALORES PCHTH1 SERIE	1,66	AAA
FMPCH I FIDEICOMISO MERC BCO PICHINCHA	06-jul-2012	28-jul-2006	15-ago-2016	7,91	A1 S	1,28	AAA
FMPCH I FIDEICOMISO MERC BCO PICHINCHA	06-jul-2012	28-jul-2006	15-ago-2016	7,91	VALORES PCHTH1 SERIE	1,28	AAA
FMPCH I FIDEICOMISO MERC BCO PICHINCHA	06-jul-2012	15-jun-2012	15-mar-2017	6,72	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,50	AAA
COMPANIA REC DE PAPEL REPALCO SA	06-jul-2012	09-abr-2012	09-abr-2016	8,51	OBLIGACIONES	2,22	A
COMPANIA REC DE PAPEL REPALCO SA	06-jul-2012	09-abr-2012	09-abr-2016	8,51	OBLIGACIONES	2,22	A
COMPANIA REC DE PAPEL REPALCO SA	06-jul-2012	09-abr-2012	09-abr-2015	8,24	OBLIGACIONES	2,22	A
COMPANIA REC DE PAPEL REPALCO SA	06-jul-2012	09-abr-2012	09-abr-2015	8,24	OBLIGACIONES	2,22	A
GRUPO IMAR S.A. GRUPIMARSA	06-jul-2012	23-feb-2012	23-feb-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,26	A
GRUPO IMAR S.A. GRUPIMARSA	06-jul-2012	23-feb-2012 07-mar- 2012	23-feb-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,26	A
ENVASES DEL LITORAL SA	06-jul-2012	07-mar-2012	07-mar-2017	8,49	OBLIGACIONES	2,12	AA
LABIZA S.A.	10-jul-2012	29-jun-2012	29-jun-2016	8,77	OBLIGACIONES	1,98	AA
FID MER 10MA TIT CART COM COMANDATO	12-jul-2012	22-may- 2012	22-may-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,52	AAA
FID MER 10MA TIT CART COM COMANDATO	12-jul-2012	22-may- 2012	22-may-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,52	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	16-jul-2012	21-jun-2012	16-mar-2018	6,02	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,92	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	16-jul-2012	21-jun-2012	16-mar-2018	6,02	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,92	AAA
FID MER I TIT FLUJOS LOCALES- PACIFICARD	17-jul-2012	12-dic-2011	12-dic-2015	7,98	VALORES DE CONTENIDO	1,64	AAA

					CREDITICIO		
FID MER I TIT FLUJOS LOCALES-PACIFICARD	17-jul-2012	12-dic-2011	12-dic-2015	7,98	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,64	AAA
FID MER I TIT FLUJOS LOCALES-PACIFICARD	17-jul-2012	12-dic-2011	12-dic-2014	7,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,21	AAA
FID MER I TIT FLUJOS LOCALES-PACIFICARD	17-jul-2012	12-dic-2011	12-dic-2014	7,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,21	AAA
FIMUPI 8 FID MERC M. PICHINCHA	18-jul-2012	27-mar-2012	16-ago-2017	6,00	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,66	AAA
GRUPO IMAR S.A. GRUPIMARSA	20-jul-2012	23-feb-2012	23-feb-2016	8,51	OBLIGACIONES	1,26	A
PLASTICOS DEL LITORAL	23-jul-2012	15-may-2012	15-may-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,19	AA
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	23-jul-2012	21-jun-2012	16-feb-2021	7,76	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	5,33	A
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	23-jul-2012	21-jun-2012	16-feb-2021	7,76	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	5,33	A
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	23-jul-2012	16-jul-2012	16-mar-2018	6,02	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,92	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	23-jul-2012	16-jul-2012	16-mar-2018	6,02	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,92	AAA
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH-BID 1	23-jul-2012	21-jun-2012	16-mar-2021	-	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	7,67	B
FID MER 10MA TIT CART COM COMANDATO	24-jul-2012	22-may-2012	22-may-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,52	AAA
FID MER 10MA TIT CART COM COMANDATO	24-jul-2012	22-may-2012	22-may-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,52	AAA
TERRABIENES S A	27-jul-2012	27-jul-2012	27-jul-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,27	AA
ENVASES DEL LITORAL SA	27-jul-2012	31-ene-2012	31-ene-2017	8,24	OBLIGACIONES	2,02	AA
COMPANIA REC DE PAPEL REPALCO SA	30-jul-2012	09-abr-2012	09-abr-2015	8,24	OBLIGACIONES	2,22	A
COMPANIA REC DE PAPEL REPALCO SA	30-jul-2012	09-abr-2012	09-abr-2015	8,24	OBLIGACIONES	2,22	A
COMPANIA REC DE PAPEL REPALCO SA	30-jul-2012	09-abr-2012	09-abr-2016	8,51	OBLIGACIONES	2,22	A
COMPANIA REC DE PAPEL REPALCO SA	30-jul-2012	09-abr-2012	09-abr-2016	8,51	OBLIGACIONES	2,22	A
FID MER I TIT CONTECON GUAYAQUIL	30-jul-2012	31-oct-2011	31-oct-2016	7,98	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,05	AAA
FID MER I TIT CONTECON GUAYAQUIL	30-jul-2012	31-oct-2011	31-oct-2016	7,98	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,05	AAA
FID MER 10MA TIT CART COM COMANDATO	30-jul-2012	22-may-2012	22-may-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,52	AAA
FID MER 10MA TIT CART COM COMANDATO	30-jul-2012	22-may-2012	22-may-2015	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,52	AAA
PLASTICOS DEL LITORAL	30-jul-2012	02-may-2012	02-may-2017	8,24	OBLIGACIONES	2,17	AA
EL ROSADO	31-jul-2012	21-sep-2010	21-sep-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,58	AAA
EL ROSADO	31-jul-2012	21-sep-2010	21-sep-2015	8,24	OBLIGACIONES	1,58	AAA
FID MER 3TIT FLUJOS FUT ARTEFACTA	07-ago-2012	15-feb-2012	15-feb-2017	7,30	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,14	AAA
FID I TIT FLUJOS FYBECA	09-ago-2012	09-ago-2012	09-ago-2017	7,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,45	AAA
FID I TIT FLUJOS FYBECA	13-ago-2012	13-ago-2012	13-ago-2017	7,71	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,47	AAA
ANGLO AUTOMOTRIZ S A	14-ago-2012	15-may-2012	15-may-2017	8,24	OBLIGACIONES	2,14	AA

FID III TIT INT FOOD SERVICES CORP	16-ago-2012	16-ago-2012	16-ago-2017	7,98	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	1,40	AAA
CARSEG S A CARRO SEGURO S A	29-ago-2012	28-ago-2012	28-ago-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,28	AA
INDUSUR INDUSTRIAL DEL SUR S A	31-ago-2012	31-ago-2012	31-ago-2017	8,24	OBLIGACIONES	2,29	AA
TEXTILES AMBATENOS TEIMSA S A	31-ago-2012	31-ago-2012	31-ago-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,28	AA
TEXTILES AMBATENOS TEIMSA S A	07-sep-2012	31-ago-2012	31-ago-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,28	AA
SOROA S.A.	10-sep-2012	16-feb-2012	16-feb-2017	7,71	OBLIGACIONES	2,56	AA
MAMUT ANDINO C A	14-sep-2012	14-sep-2012	14-sep-2017	8,24	OBLIGACIONES	2,33	AA
QUIMPAC ECUADOR S.A. QUIMPACSA	25-sep-2012	25-sep-2012	25-sep-2017	8,16	OBLIGACIONES	3,04	AA
FIMPROD 2 FIDEI MERCANTIL PRD 2	27-sep-2012	23-dic-2008	01-abr-2017	5,93	VCC V CONT CREDITICIO	1,34	AAA
TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S A	28-sep-2012	28-sep-2012	28-sep-2017	7,98	OBLIGACIONES	2,29	AAA
CARSEG S A CARRO SEGURO S A	03-oct-2012	28-ago-2012	28-ago-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,19	AA
CARSEG S A CARRO SEGURO S A	03-oct-2012	28-ago-2012	28-ago-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,19	AA
FID MER I TIT FLUJOS EDU- CPU/USFQ	09-oct-2012	10-ene-2012	10-ene-2017	8,04	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,21	AAA
CARSEG S A CARRO SEGURO S A	09-oct-2012	28-ago-2012	28-ago-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,19	AA
CARSEG S A CARRO SEGURO S A	09-oct-2012	28-ago-2012	28-ago-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,19	AA
COMERCIALIZADORA JCEV CIA LTDA	23-oct-2012	23-oct-2012	23-oct-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,43	AA
COMERCIALIZADORA JCEV CIA LTDA	23-oct-2012	23-oct-2012	23-oct-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,43	AA
QUIMICA ARISTON ECUADOR CIA LTDA	25-oct-2012	15-jun-2012	15-jun-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,50	AA
QUIMICA ARISTON ECUADOR CIA LTDA	25-oct-2012	15-jun-2012	15-jun-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,25	AA
INDUSUR INDUSTRIAL DEL SUR S A	31-oct-2012	31-ago-2012	31-ago-2017	8,24	OBLIGACIONES	2,21	AA
INDUSUR INDUSTRIAL DEL SUR S A	31-oct-2012	31-ago-2012	31-ago-2017	8,24	OBLIGACIONES	2,21	AA
COMERCIALIZADORA JCEV CIA LTDA	06-nov-2012	06-nov-2012	06-nov-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,47	AA
L HENRIQUES Y CIA S A	07-nov-2012	07-nov-2012	07-nov-2017	8,24	OBLIGACIONES	2,41	AA
FID MERC 3 TIT DE FLUJOS AGRIPAC	13-nov-2012	17-oct-2012	17-oct-2017	8,51	VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO	2,47	AAA
TEXTILES AMBATENOS TEIMSA S A	29-nov-2012	31-ago-2012	31-ago-2017	8,51	OBLIGACIONES	2,12	AA

ANEXO 2 CURVAS DE RENDIMIENTO AAA

Ajuste por Mínimos Cuadrados - Nelson and Siegel			
Duración	TEA	Yieldest	u²
0,60	6,38	6,96	0,327393928
0,60	6,66	6,96	0,087074257
0,61	6,98	6,96	0,000294763
0,67	6,53	6,98	0,198857213
0,72	8,24	6,99	1,56873938
0,74	7,34	7,00	0,119217602
0,75	6,11	7,00	0,798841283
0,75	6,40	7,00	0,36189755
0,80	6,66	7,01	0,125444546
0,83	6,84	7,02	0,03507073
0,83	8,24	7,02	1,488224795
0,89	8,03	7,04	0,980154525
0,94	5,09	7,06	3,847195129
1,01	7,67	7,08	0,348862459
1,04	8,03	7,09	0,893230225
1,05	7,65	7,09	0,315089136
1,21	7,71	7,14	0,333087313
1,27	7,71	7,15	0,312666755
1,28	7,91	7,16	0,559157463
1,30	7,71	7,16	0,302687536
1,30	7,71	7,16	0,302687536
1,30	7,90	7,16	0,541505335
1,32	6,66	7,17	0,261356531
1,32	6,91	7,17	0,065961859
1,32	8,30	7,17	1,277283304
1,33	8,30	7,17	1,271409657
1,34	5,93	7,18	1,562585721
1,38	5,50	7,19	2,84749115
1,40	6,91	7,19	0,080578769
1,40	6,92	7,19	0,073259
1,40	7,98	7,19	0,615810593
1,40	7,98	7,19	0,615810593
1,40	8,30	7,19	1,224421925
1,41	7,71	7,20	0,267421796
1,43	6,02	7,20	1,398753336
1,43	6,80	7,20	0,158634149
1,45	5,72	7,21	2,21566049
1,46	6,71	7,21	0,248922012
1,48	7,98	7,22	0,578594758
1,48	8,24	7,22	1,051966465

1,50	6,72	7,22	0,254493861
1,51	5,70	7,23	2,330473926
1,51	5,70	7,23	2,315537364
1,52	8,51	7,23	1,627142914
1,52	8,51	7,23	1,629184506
1,56	6,72	7,24	0,273503917
1,58	6,70	7,25	0,300869946
1,58	8,24	7,25	0,990988133
1,58	8,51	7,25	1,58126568
1,59	5,69	7,25	2,433716449
1,60	7,45	7,25	0,038314433
1,62	7,00	7,26	0,067498868
1,64	6,40	7,27	0,753171688
1,64	7,98	7,27	0,507435902
1,66	5,98	7,27	1,674453817
1,66	6,00	7,27	1,620801139
1,66	6,66	7,27	0,369793983
1,66	8,51	7,27	1,529904579
1,67	5,90	7,27	1,890443893
1,67	6,66	7,27	0,377898064
1,69	5,98	7,28	1,698045978
1,69	6,00	7,28	1,644013587
1,73	6,32	7,29	0,946950133
1,75	6,66	7,30	0,408294848
1,80	6,00	7,31	1,730165667
1,81	7,55	7,32	0,054104844
1,85	8,67	7,33	1,792238873
1,87	7,66	7,34	0,105664704
1,92	6,02	7,35	1,771461803
1,92	6,02	7,35	1,771461803
1,99	6,40	7,37	0,951616163
2,05	7,98	7,39	0,345351248
2,06	7,90	7,39	0,256450007
2,12	7,98	7,41	0,320640006
2,12	7,98	7,41	0,320640006
2,14	7,30	7,42	0,013941628
2,17	6,29	7,43	1,293607536
2,17	6,29	7,43	1,293607536
2,20	7,98	7,44	0,293471799
2,20	7,98	7,44	0,293471799
2,20	7,98	7,44	0,293471799
2,21	8,04	7,44	0,357199697
2,21	8,31	7,44	0,758574559
2,22	8,20	7,44	0,573643509
2,24	8,24	7,45	0,631153491
2,29	7,98	7,46	0,26428443
2,31	7,71	7,47	0,059211605

2,31	8,77	7,47	1,701809866
2,40	8,77	7,50	1,629997748
2,45	7,71	7,51	0,040074522
2,45	7,98	7,51	0,216026229
2,47	7,71	7,52	0,037639814
2,47	8,51	7,52	0,974780697
2,65	8,24	7,58	0,446067366
2,72	8,24	7,60	0,417500914
2,83	8,24	7,63	0,374426068
2,97	7,00	7,68	0,455639353
3,09	6,87	7,71	0,709641653
3,09	7,67	7,71	0,001980456
3,26	7,79	7,77	0,000362859
3,30	6,61	7,78	1,37607086
3,30	7,12	7,78	0,431071647
3,35	7,75	7,79	0,002414732
3,36	9,58	7,80	3,162001691
3,72	6,66	7,91	1,566564157
3,86	5,50	7,96	6,034515673
3,93	7,19	7,98	0,628903362
3,98	6,84	7,99	1,338799194
4,41	8,77	8,13	0,411059368
4,44	9,58	8,14	2,051789102
4,46	9,58	8,15	2,03323199

A	-4,782226322	Suma	98,51530301
B	11,56198326		
C	0,011795512		
D	0,024092228		

ANEXO 3 LAS CURVAS DE RENDIMIENTO AA

Ajuste por Mínimos Cuadrados - Nelson and Siegel			
Duración	TEA	Yieldest	u²
0,16	6,47	5,90	0,325951504
0,75	7,98	6,88	1,208321755
0,78	5,59	6,92	1,760631648
0,85	6,09	7,02	0,863428741
0,89	8,24	7,07	1,368619638
0,93	7,71	7,13	0,344909015
1,01	7,98	7,23	0,561346296
1,02	6,73	7,24	0,264394893
1,02	7,26	7,24	0,000240453
1,03	7,71	7,25	0,211278764
1,08	7,98	7,32	0,439551467
1,21	7,45	7,47	0,000295496
1,22	6,27	7,48	1,465507317
1,25	7,92	7,51	0,164945071
1,26	4,36	7,52	9,969159976
1,27	8,24	7,53	0,504575636
1,27	7,40	7,53	0,018540941
1,28	8,24	7,54	0,489344686
1,28	7,10	7,54	0,196841506
1,29	8,24	7,55	0,474435595
1,29	7,92	7,55	0,132418009
1,31	8,24	7,58	0,44063984
1,31	7,19	7,58	0,15193852
1,32	8,24	7,59	0,431596348
1,33	8,24	7,60	0,417931746
1,33	4,50	7,60	9,589697006
1,33	7,33	7,60	0,071355013
1,35	8,01	7,62	0,154291597
1,36	7,45	7,63	0,031788676
1,37	8,24	7,64	0,366237732
1,38	7,45	7,65	0,039478398
1,40	8,24	7,67	0,33046571
1,43	8,24	7,70	0,297144485
1,45	5,00	7,72	7,385427854
1,46	7,61	7,73	0,014252443
1,47	8,24	7,74	0,256348626
1,48	8,24	7,75	0,246773241
1,48	8,77	7,75	1,05752997
1,50	8,24	7,77	0,228345036
1,51	8,67	7,77	0,798507128
1,53	8,46	7,79	0,438707895

1,53	7,81	7,79	0,000280572
1,53	7,62	7,79	0,030015465
1,53	7,71	7,79	0,006344078
1,53	8,14	7,79	0,118233016
1,57	6,45	7,83	1,903314349
1,57	5,50	7,83	5,427066873
1,59	8,77	7,85	0,860026833
1,66	7,71	7,91	0,038810991
1,67	8,24	7,92	0,105879613
1,68	8,24	7,92	0,101472054
1,73	7,19	7,97	0,603883956
1,73	8,24	7,97	0,077117452
1,74	5,80	7,97	4,724078547
1,74	5,90	7,97	4,299379638
1,75	5,94	7,98	4,156834064
1,79	6,20	8,01	3,272494566
1,80	6,00	8,02	4,081424266
1,80	8,24	8,02	0,04815676
1,81	8,24	8,03	0,045733435
1,81	7,40	8,03	0,398345563
1,82	8,24	8,04	0,043188311
1,83	8,24	8,04	0,040135703
1,83	7,71	8,04	0,108412825
1,83	7,45	8,04	0,352077311
1,85	8,01	8,06	0,002279985
1,86	8,24	8,06	0,031061027
1,86	8,51	8,06	0,196995177
1,87	8,54	8,07	0,217238244
1,87	8,51	8,07	0,18869314
1,87	8,77	8,07	0,49363023
1,87	8,24	8,07	0,029236977
1,88	8,24	8,08	0,025821669
1,88	8,77	8,08	0,483568954
1,88	7,98	8,08	0,010243216
1,88	8,77	8,08	0,483568954
1,88	8,08	8,08	2,20076E-05
1,89	7,98	8,09	0,011739675
1,89	8,77	8,09	0,473688367
1,90	6,60	8,09	2,23184149
1,90	8,51	8,09	0,172362059
1,91	8,24	8,10	0,020316433
1,91	8,77	8,10	0,454458978
1,92	7,45	8,11	0,433145656
1,93	8,77	8,11	0,435921774
1,94	8,77	8,12	0,426906515
1,95	8,54	8,13	0,170134127
1,95	8,51	8,13	0,144835948

2,28	8,51	8,32	0,034627647
2,28	8,51	8,32	0,034627647
2,29	7,98	8,33	0,122163544
2,29	8,24	8,33	0,007143464
2,30	8,40	8,33	0,004875923
2,32	8,51	8,34	0,027680209
2,32	8,51	8,34	0,027680209
2,33	8,51	8,35	0,02610568
2,33	8,77	8,35	0,18145259
2,33	8,51	8,35	0,02610568
2,33	8,24	8,35	0,010821716
2,35	8,77	8,36	0,174825437
2,40	7,98	8,38	0,160985901
2,41	8,24	8,38	0,019777242
2,43	8,51	8,39	0,013529072
2,43	8,51	8,39	0,013529072
2,47	8,51	8,41	0,009919522
2,50	8,51	8,42	0,007668695
2,53	8,77	8,43	0,116951187
2,56	7,71	8,44	0,533448755
2,70	7,98	8,49	0,262358874
2,70	8,77	8,49	0,080877789
2,71	8,51	8,49	0,000237881
2,73	7,98	8,50	0,271412043
2,75	7,98	8,50	0,277291194
2,77	7,98	8,51	0,283039166
2,77	7,98	8,51	0,283039166
2,79	7,98	8,52	0,288650962
2,79	8,51	8,52	4,43885E-05
2,79	8,51	8,52	4,43885E-05
2,81	8,51	8,52	0,000137593
2,84	8,24	8,53	0,081392867
3,04	8,16	8,57	0,164915693
4,58	9,04	8,35	0,478377706
4,62	6,84	8,33	2,245433734
4,65	9,04	8,32	0,518256732

A	-	Suma	93,09281202
B	16,05859349		
C	21,64415568		
D	4,742934439		
	-		
D	0,125496306		

ANEXO 4 CURVAS DE RENDIMIENTOS A

Ajuste por Mínimos Cuadrados - Nelson and Siegel			
Duración	TEA	Yieldest	u²
1,16	8,24	8,07	0,031462089
1,26	8,24	8,24	1,7449E-05
1,26	8,51	8,24	0,071437103
1,34	8,16	8,35	0,037205029
1,41	8,16	8,44	0,076480748
1,43	8,24	8,46	0,046112369
1,45	8,24	8,48	0,055255285
1,53	8,24	8,55	0,093869425
1,70	9,20	8,65	0,300068017
1,75	8,68	8,68	2,75244E-05
1,83	8,68	8,70	0,000380207
1,83	9,20	8,70	0,252406866
1,85	9,04	8,70	0,113219527
1,86	8,68	8,71	0,000695484
1,91	8,77	8,72	0,003485836
2,11	8,51	8,72	0,045619943
2,22	8,51	8,71	0,040606421
2,22	8,24	8,71	0,218192078
2,22	8,24	8,71	0,218192078
2,22	8,51	8,71	0,040606421
		8,71	0,361388275

2,24	9,31		
2,25	8,51	8,71	0,03867482
2,28	8,51	8,70	0,036562018
2,30	9,31	8,70	0,374829389
2,33	8,77	8,69	0,007241329
5,33	7,76	7,76	3,59206E-05
5,33	7,76	7,76	3,59206E-05

A	7,508495263	Suma	2,464107573
B	6,400854867	-	
C	6,884336539	-	
D	0,901007063	-	

Anexo 5 Curvas de Rendimiento por calificación de riesgo

Ajuste por Mínimos Cuadrados - calificación de Riesgo

duración	TE A	Calificación	duración	TE A	Calificación	duración	TE A	Calificación
1,00	7,70	A	1,00	7,22	AA	1,00	7,07	AAA
1,01	7,73	A	1,01	7,23	AA	1,01	7,08	AAA
1,02	7,76	A	1,02	7,24	AA	1,02	7,08	AAA
1,03	7,78	A	1,03	7,25	AA	1,03	7,08	AAA
1,04	7,81	A	1,04	7,27	AA	1,04	7,09	AAA
1,05	7,83	A	1,05	7,28	AA	1,05	7,09	AAA
1,06	7,85	A	1,06	7,29	AA	1,06	7,09	AAA
1,07	7,88	A	1,07	7,30	AA	1,07	7,09	AAA
1,08	7,90	A	1,08	7,32	AA	1,08	7,10	AAA
1,09	7,92	A	1,09	7,33	AA	1,09	7,10	AAA
1,10	7,94	A	1,10	7,34	AA	1,10	7,10	AAA
1,11	7,96	A	1,11	7,35	AA	1,11	7,11	AAA
1,12	7,99	A	1,12	7,36	AA	1,12	7,11	AAA
1,13	8,01	A	1,13	7,37	AA	1,13	7,11	AAA
1,14	8,03	A	1,14	7,39	AA	1,14	7,12	AAA
1,15	8,05	A	1,15	7,40	AA	1,15	7,12	AAA
1,16	8,07	A	1,16	7,41	AA	1,16	7,12	AAA
1,17	8,08	A	1,17	7,42	AA	1,17	7,12	AAA
1,18	8,10	A	1,18	7,43	AA	1,18	7,13	AAA
1,19	8,12	A	1,19	7,44	AA	1,19	7,13	AAA
1,20	8,14	A	1,20	7,46	AA	1,20	7,13	AAA
1,21	8,16	A	1,21	7,47	AA	1,21	7,14	AAA

1,22	8,17	A	1,22	7,48	AA	1,22	7,14	AAA
1,23	8,19	A	1,23	7,49	AA	1,23	7,14	AAA
1,24	8,21	A	1,24	7,50	AA	1,24	7,15	AAA
1,25	8,22	A	1,25	7,51	AA	1,25	7,15	AAA
1,26	8,24	A	1,26	7,52	AA	1,26	7,15	AAA
1,27	8,25	A	1,27	7,53	AA	1,27	7,15	AAA
1,28	8,27	A	1,28	7,54	AA	1,28	7,16	AAA
1,29	8,28	A	1,29	7,55	AA	1,29	7,16	AAA
1,30	8,30	A	1,30	7,57	AA	1,30	7,16	AAA
1,31	8,31	A	1,31	7,58	AA	1,31	7,17	AAA
1,32	8,33	A	1,32	7,59	AA	1,32	7,17	AAA
1,33	8,34	A	1,33	7,60	AA	1,33	7,17	AAA
1,34	8,35	A	1,34	7,61	AA	1,34	7,18	AAA
1,35	8,37	A	1,35	7,62	AA	1,35	7,18	AAA
1,36	8,38	A	1,36	7,63	AA	1,36	7,18	AAA
1,37	8,39	A	1,37	7,64	AA	1,37	7,18	AAA
1,38	8,40	A	1,38	7,65	AA	1,38	7,19	AAA
1,39	8,41	A	1,39	7,66	AA	1,39	7,19	AAA
1,40	8,43	A	1,40	7,67	AA	1,40	7,19	AAA
1,41	8,44	A	1,41	7,68	AA	1,41	7,20	AAA
1,42	8,45	A	1,42	7,69	AA	1,42	7,20	AAA
1,43	8,46	A	1,43	7,70	AA	1,43	7,20	AAA
1,44	8,47	A	1,44	7,71	AA	1,44	7,21	AAA
1,45	8,48	A	1,45	7,72	AA	1,45	7,21	AAA

1,46	8,49	A	1,46	7,73	AA	1,46	7,21	AAA
1,47	8,50	A	1,47	7,74	AA	1,47	7,21	AAA
1,48	8,51	A	1,48	7,75	AA	1,48	7,22	AAA
1,49	8,52	A	1,49	7,76	AA	1,49	7,22	AAA
1,50	8,52	A	1,50	7,77	AA	1,50	7,22	AAA
1,51	8,53	A	1,51	7,77	AA	1,51	7,23	AAA
1,52	8,54	A	1,52	7,78	AA	1,52	7,23	AAA
1,53	8,55	A	1,53	7,79	AA	1,53	7,23	AAA
1,54	8,56	A	1,54	7,80	AA	1,54	7,24	AAA
1,55	8,57	A	1,55	7,81	AA	1,55	7,24	AAA
1,56	8,57	A	1,56	7,82	AA	1,56	7,24	AAA
1,57	8,58	A	1,57	7,83	AA	1,57	7,24	AAA
1,58	8,59	A	1,58	7,84	AA	1,58	7,25	AAA
1,59	8,59	A	1,59	7,85	AA	1,59	7,25	AAA
1,60	8,60	A	1,60	7,86	AA	1,60	7,25	AAA
1,61	8,61	A	1,61	7,87	AA	1,61	7,26	AAA
1,62	8,61	A	1,62	7,87	AA	1,62	7,26	AAA
1,63	8,62	A	1,63	7,88	AA	1,63	7,26	AAA
1,64	8,62	A	1,64	7,89	AA	1,64	7,27	AAA
1,65	8,63	A	1,65	7,90	AA	1,65	7,27	AAA
1,66	8,64	A	1,66	7,91	AA	1,66	7,27	AAA
1,67	8,64	A	1,67	7,92	AA	1,67	7,27	AAA
1,68	8,65	A	1,68	7,75	AA	1,68	7,28	AAA
1,69	8,65	A	1,69	7,93	AA	1,69	7,28	AAA

1,70	8,65	A	1,70	7,94	AA	1,70	7,28	AAA
1,71	8,66	A	1,71	7,95	AA	1,71	7,29	AAA
1,72	8,66	A	1,72	7,96	AA	1,72	7,29	AAA
1,73	8,67	A	1,73	7,97	AA	1,73	7,29	AAA
1,74	8,67	A	1,74	7,97	AA	1,74	7,30	AAA
1,75	8,68	A	1,75	7,98	AA	1,75	7,30	AAA
1,76	8,68	A	1,76	7,99	AA	1,76	7,30	AAA
1,77	8,68	A	1,77	8,00	AA	1,77	7,31	AAA
1,78	8,69	A	1,78	8,00	AA	1,78	7,31	AAA
1,79	8,69	A	1,79	8,01	AA	1,79	7,31	AAA
1,80	8,69	A	1,80	8,02	AA	1,80	7,31	AAA
1,81	8,69	A	1,81	8,03	AA	1,81	7,32	AAA
1,82	8,70	A	1,82	8,04	AA	1,82	7,32	AAA
1,83	8,70	A	1,83	8,04	AA	1,83	7,32	AAA
1,84	8,70	A	1,84	8,05	AA	1,84	7,33	AAA
1,85	8,70	A	1,85	8,06	AA	1,85	7,33	AAA
1,86	8,71	A	1,86	8,06	AA	1,86	7,33	AAA
1,87	8,71	A	1,87	8,07	AA	1,87	7,34	AAA
1,88	8,71	A	1,88	8,08	AA	1,88	7,34	AAA
1,89	8,71	A	1,89	8,09	AA	1,89	7,34	AAA
1,90	8,71	A	1,90	8,09	AA	1,90	7,34	AAA
1,91	8,72	A	1,91	8,10	AA	1,91	7,35	AAA
1,92	8,72	A	1,92	8,11	AA	1,92	7,35	AAA
1,93	8,72	A	1,93	8,11	AA	1,93	7,35	AAA

1,94	8,72	A	1,94	8,12	AA	1,94	7,36	AAA
1,95	8,72	A	1,95	8,13	AA	1,95	7,36	AAA
1,96	8,72	A	1,96	8,13	AA	1,96	7,36	AAA
1,97	8,72	A	1,97	8,14	AA	1,97	7,37	AAA
1,98	8,72	A	1,98	8,15	AA	1,98	7,37	AAA
1,99	8,72	A	1,99	8,00	AA	1,99	7,37	AAA
2,00	8,72	A	2,00	8,16	AA	2,00	7,38	AAA
2,01	8,72	A	2,01	8,17	AA	2,01	7,38	AAA
2,02	8,72	A	2,02	8,17	AA	2,02	7,38	AAA
2,03	8,72	A	2,03	8,18	AA	2,03	7,38	AAA
2,04	8,72	A	2,04	8,19	AA	2,04	7,39	AAA
2,05	8,72	A	2,05	8,19	AA	2,05	7,39	AAA
2,06	8,72	A	2,06	8,20	AA	2,06	7,39	AAA
2,07	8,72	A	2,07	8,21	AA	2,07	7,40	AAA
2,08	8,72	A	2,08	8,21	AA	2,08	7,40	AAA
2,09	8,72	A	2,09	8,22	AA	2,09	7,40	AAA
2,10	8,72	A	2,10	8,22	AA	2,10	7,41	AAA
2,11	8,72	A	2,11	8,23	AA	2,11	7,41	AAA
2,12	8,72	A	2,12	8,24	AA	2,12	7,41	AAA
2,13	8,72	A	2,13	8,24	AA	2,13	7,42	AAA
2,14	8,72	A	2,14	8,25	AA	2,14	7,42	AAA
2,15	8,72	A	2,15	8,25	AA	2,15	7,42	AAA
2,16	8,72	A	2,16	8,26	AA	2,16	7,42	AAA
2,17	8,72	A	2,17	8,26	AA	2,17	7,43	AAA

2,18	8,72	A	2,18	8,27	AA	2,18	7,43	AAA
2,19	8,71	A	2,19	8,28	AA	2,19	7,43	AAA
2,20	8,71	A	2,20	8,28	AA	2,20	7,44	AAA
2,21	8,71	A	2,21	8,29	AA	2,21	7,44	AAA
2,22	8,71	A	2,22	8,29	AA	2,22	7,44	AAA
2,23	8,71	A	2,23	8,30	AA	2,23	7,45	AAA
2,24	8,71	A	2,24	8,30	AA	2,24	7,45	AAA
2,25	8,71	A	2,25	8,31	AA	2,25	7,45	AAA
2,26	8,70	A	2,26	8,31	AA	2,26	7,45	AAA
2,27	8,70	A	2,27	8,32	AA	2,27	7,46	AAA
2,28	8,70	A	2,28	8,32	AA	2,28	7,46	AAA
2,29	8,70	A	2,29	8,33	AA	2,29	7,46	AAA
2,30	8,70	A	2,30	8,33	AA	2,30	7,47	AAA
2,31	8,69	A	2,31	8,34	AA	2,31	7,47	AAA
2,32	8,69	A	2,32	8,34	AA	2,32	7,47	AAA
2,33	8,69	A	2,33	8,35	AA	2,33	7,48	AAA
2,34	8,69	A	2,34	8,35	AA	2,34	7,48	AAA
2,35	8,69	A	2,35	8,36	AA	2,35	7,48	AAA
2,36	8,68	A	2,36	8,36	AA	2,36	7,49	AAA
2,37	8,68	A	2,37	8,37	AA	2,37	7,49	AAA
2,38	8,68	A	2,38	8,37	AA	2,38	7,49	AAA
2,39	8,68	A	2,39	8,37	AA	2,39	7,49	AAA
2,40	8,67	A	2,40	8,38	AA	2,40	7,50	AAA
2,41	8,67	A	2,41	8,38	AA	2,41	7,50	AAA

2,42	8,67	A	2,42	8,39	AA	2,42	7,50	AAA
2,43	8,67	A	2,43	8,39	AA	2,43	7,51	AAA
2,44	8,66	A	2,44	8,40	AA	2,44	7,51	AAA
2,45	8,66	A	2,45	8,40	AA	2,45	7,51	AAA
2,46	8,66	A	2,46	8,41	AA	2,46	7,52	AAA
2,47	8,65	A	2,47	8,41	AA	2,47	7,52	AAA
2,48	8,65	A	2,48	8,41	AA	2,48	7,52	AAA
2,49	8,65	A	2,49	8,42	AA	2,49	7,53	AAA
2,50	8,64	A	2,50	8,42	AA	2,50	7,53	AAA
2,51	8,64	A	2,51	8,43	AA	2,51	7,53	AAA
2,52	8,64	A	2,52	8,43	AA	2,52	7,54	AAA
2,53	8,64	A	2,53	8,43	AA	2,53	7,54	AAA
2,54	8,63	A	2,54	8,44	AA	2,54	7,54	AAA
2,55	8,63	A	2,55	8,44	AA	2,55	7,54	AAA
2,56	8,63	A	2,56	8,44	AA	2,56	7,55	AAA
2,57	8,62	A	2,57	8,45	AA	2,57	7,55	AAA
2,58	8,62	A	2,58	8,45	AA	2,58	7,55	AAA
2,59	8,62	A	2,59	8,45	AA	2,59	7,56	AAA
2,60	8,61	A	2,60	8,46	AA	2,60	7,56	AAA
2,61	8,61	A	2,61	8,46	AA	2,61	7,56	AAA
2,62	8,61	A	2,62	8,47	AA	2,62	7,57	AAA
2,63	8,60	A	2,63	8,47	AA	2,63	7,57	AAA
2,64	8,60	A	2,64	8,47	AA	2,64	7,57	AAA
2,65	8,60	A	2,65	8,47	AA	2,65	7,58	AAA

2,66	8,59	A	2,66	8,48	AA	2,66	7,58	AAA
2,67	8,59	A	2,67	8,48	AA	2,67	7,58	AAA
2,68	8,59	A	2,68	8,48	AA	2,68	7,58	AAA
2,69	8,58	A	2,69	8,49	AA	2,69	7,59	AAA
2,70	8,58	A	2,70	8,49	AA	2,70	7,59	AAA
2,71	8,57	A	2,71	8,49	AA	2,71	7,59	AAA
2,72	8,57	A	2,72	8,50	AA	2,72	7,60	AAA
2,73	8,57	A	2,73	8,50	AA	2,73	7,60	AAA
2,74	8,56	A	2,74	8,50	AA	2,74	7,60	AAA
2,75	8,56	A	2,75	8,50	AA	2,75	7,61	AAA
2,76	8,56	A	2,76	8,51	AA	2,76	7,61	AAA
2,77	8,55	A	2,77	8,51	AA	2,77	7,61	AAA
2,78	8,55	A	2,78	8,51	AA	2,78	7,62	AAA
2,79	8,55	A	2,79	8,52	AA	2,79	7,62	AAA
2,80	8,54	A	2,80	8,52	AA	2,80	7,62	AAA
2,81	8,54	A	2,81	8,52	AA	2,81	7,63	AAA
2,82	8,53	A	2,82	8,52	AA	2,82	7,63	AAA
2,83	8,53	A	2,83	8,53	AA	2,83	7,63	AAA
2,84	8,53	A	2,84	8,53	AA	2,84	7,63	AAA
2,85	8,52	A	2,85	8,53	AA	2,85	7,64	AAA
2,86	8,52	A	2,86	8,53	AA	2,86	7,64	AAA
2,87	8,51	A	2,87	8,53	AA	2,87	7,64	AAA
2,88	8,51	A	2,88	8,54	AA	2,88	7,65	AAA
2,89	8,51	A	2,89	8,54	AA	2,89	7,65	AAA

2,90	8,50	A	2,90	8,54	AA	2,90	7,65	AAA
2,91	8,50	A	2,91	8,54	AA	2,91	7,66	AAA
2,92	8,50	A	2,92	8,55	AA	2,92	7,66	AAA
2,93	8,49	A	2,93	8,55	AA	2,93	7,66	AAA
2,94	8,49	A	2,94	8,55	AA	2,94	7,67	AAA
2,95	8,48	A	2,95	8,55	AA	2,95	7,67	AAA
2,96	8,48	A	2,96	8,55	AA	2,96	7,67	AAA
2,97	8,48	A	2,97	8,55	AA	2,97	7,68	AAA
2,98	8,47	A	2,98	8,56	AA	2,98	7,68	AAA
2,99	8,47	A	2,99	8,56	AA	2,99	7,68	AAA
3,00	8,46	A	3,00	8,56	AA	3,00	7,68	AAA
3,01	8,46	A	3,01	8,56	AA	3,01	7,69	AAA
3,02	8,46	A	3,02	8,56	AA	3,02	7,69	AAA
3,03	8,45	A	3,03	8,56	AA	3,03	7,69	AAA
3,04	8,45	A	3,04	8,57	AA	3,04	7,70	AAA
3,05	8,44	A	3,05	8,57	AA	3,05	7,70	AAA
3,06	8,44	A	3,06	8,57	AA	3,06	7,70	AAA
3,07	8,44	A	3,07	8,57	AA	3,07	7,71	AAA
3,08	8,43	A	3,08	8,57	AA	3,08	7,71	AAA
3,09	8,43	A	3,09	8,57	AA	3,09	7,71	AAA
3,10	8,42	A	3,10	8,57	AA	3,10	7,72	AAA
3,11	8,42	A	3,11	8,58	AA	3,11	7,72	AAA
3,12	8,42	A	3,12	8,58	AA	3,12	7,72	AAA
3,13	8,41	A	3,13	8,58	AA	3,13	7,73	AAA

3,14	8,41	A	3,14	8,58	AA	3,14	7,73	AAA
3,15	8,40	A	3,15	8,58	AA	3,15	7,73	AAA
3,16	8,40	A	3,16	8,58	AA	3,16	7,73	AAA
3,17	8,40	A	3,17	8,58	AA	3,17	7,74	AAA
3,18	8,39	A	3,18	8,58	AA	3,18	7,74	AAA
3,19	8,39	A	3,19	8,58	AA	3,19	7,74	AAA
3,20	8,38	A	3,20	8,58	AA	3,20	7,75	AAA
3,21	8,38	A	3,21	8,59	AA	3,21	7,75	AAA
3,22	8,37	A	3,22	8,59	AA	3,22	7,75	AAA
3,23	8,37	A	3,23	8,59	AA	3,23	7,76	AAA
3,24	8,37	A	3,24	8,59	AA	3,24	7,76	AAA
3,25	8,36	A	3,25	8,59	AA	3,25	7,76	AAA
3,26	8,36	A	3,26	8,59	AA	3,26	7,77	AAA
3,27	8,35	A	3,27	8,59	AA	3,27	7,77	AAA
3,28	8,35	A	3,28	8,59	AA	3,28	7,77	AAA
3,29	8,35	A	3,29	8,59	AA	3,29	7,78	AAA
3,30	8,34	A	3,30	8,59	AA	3,30	7,78	AAA
3,31	8,34	A	3,31	8,59	AA	3,31	7,78	AAA
3,32	8,33	A	3,32	8,59	AA	3,32	7,78	AAA
3,33	8,33	A	3,33	8,59	AA	3,33	7,79	AAA
3,34	8,33	A	3,34	8,59	AA	3,34	7,79	AAA
3,35	8,32	A	3,35	8,59	AA	3,35	7,79	AAA
3,36	8,32	A	3,36	8,59	AA	3,36	7,80	AAA
3,37	8,31	A	3,37	8,59	AA	3,37	7,80	AAA

3,38	8,31	A	3,38	8,59	AA	3,38	7,80	AAA
3,39	8,31	A	3,39	8,59	AA	3,39	7,81	AAA
3,40	8,30	A	3,40	8,59	AA	3,40	7,81	AAA
3,41	8,30	A	3,41	8,59	AA	3,41	7,81	AAA
3,42	8,30	A	3,42	8,59	AA	3,42	7,82	AAA
3,43	8,29	A	3,43	8,59	AA	3,43	7,82	AAA
3,44	8,29	A	3,44	8,59	AA	3,44	7,82	AAA
3,45	8,28	A	3,45	8,59	AA	3,45	7,83	AAA
3,46	8,28	A	3,46	8,59	AA	3,46	7,83	AAA
3,47	8,28	A	3,47	8,59	AA	3,47	7,83	AAA
3,48	8,27	A	3,48	8,59	AA	3,48	7,84	AAA
3,49	8,27	A	3,49	8,59	AA	3,49	7,84	AAA
3,50	8,26	A	3,50	8,59	AA	3,50	7,84	AAA
3,51	8,26	A	3,51	8,59	AA	3,51	7,85	AAA
3,52	8,26	A	3,52	8,59	AA	3,52	7,85	AAA
3,53	8,25	A	3,53	8,59	AA	3,53	7,85	AAA
3,54	8,25	A	3,54	8,59	AA	3,54	7,85	AAA
3,55	8,24	A	3,55	8,59	AA	3,55	7,86	AAA
3,56	8,24	A	3,56	8,59	AA	3,56	7,86	AAA
3,57	8,24	A	3,57	8,59	AA	3,57	7,86	AAA
3,58	8,23	A	3,58	8,59	AA	3,58	7,87	AAA
3,59	8,23	A	3,59	8,59	AA	3,59	7,87	AAA
3,60	8,23	A	3,60	8,59	AA	3,60	7,87	AAA
3,61	8,22	A	3,61	8,58	AA	3,61	7,88	AAA

3,62	8,22	A	3,62	8,58	AA	3,62	7,88	AAA
3,63	8,21	A	3,63	8,58	AA	3,63	7,88	AAA
3,64	8,21	A	3,64	8,58	AA	3,64	7,89	AAA
3,65	8,21	A	3,65	8,58	AA	3,65	7,89	AAA
3,66	8,20	A	3,66	8,58	AA	3,66	7,89	AAA
3,67	8,20	A	3,67	8,58	AA	3,67	7,90	AAA
3,68	8,20	A	3,68	8,58	AA	3,68	7,90	AAA
3,69	8,19	A	3,69	8,58	AA	3,69	7,90	AAA
3,70	8,19	A	3,70	8,58	AA	3,70	7,91	AAA
3,71	8,18	A	3,71	8,58	AA	3,71	7,91	AAA
3,72	8,18	A	3,72	8,57	AA	3,72	7,91	AAA
3,73	8,18	A	3,73	8,57	AA	3,73	7,92	AAA
3,74	8,17	A	3,74	8,57	AA	3,74	7,92	AAA
3,75	8,17	A	3,75	8,57	AA	3,75	7,92	AAA
3,76	8,17	A	3,76	8,57	AA	3,76	7,92	AAA
3,77	8,16	A	3,77	8,57	AA	3,77	7,93	AAA
3,78	8,16	A	3,78	8,57	AA	3,78	7,93	AAA
3,79	8,16	A	3,79	8,56	AA	3,79	7,93	AAA
3,80	8,15	A	3,80	8,56	AA	3,80	7,94	AAA
3,81	8,15	A	3,81	8,56	AA	3,81	7,94	AAA
3,82	8,15	A	3,82	8,56	AA	3,82	7,94	AAA
3,83	8,14	A	3,83	8,56	AA	3,83	7,95	AAA
3,84	8,14	A	3,84	8,56	AA	3,84	7,95	AAA
3,85	8,13	A	3,85	8,56	AA	3,85	7,95	AAA

3,86	8,13	A	3,86	8,55	AA	3,86	7,96	AAA
3,87	8,13	A	3,87	8,55	AA	3,87	7,96	AAA
3,88	8,12	A	3,88	8,55	AA	3,88	7,96	AAA
3,89	8,12	A	3,89	8,55	AA	3,89	7,97	AAA
3,90	8,12	A	3,90	8,55	AA	3,90	7,97	AAA
3,91	8,11	A	3,91	8,55	AA	3,91	7,97	AAA
3,92	8,11	A	3,92	8,54	AA	3,92	7,98	AAA
3,93	8,11	A	3,93	8,54	AA	3,93	7,98	AAA
3,94	8,10	A	3,94	8,54	AA	3,94	7,98	AAA
3,95	8,10	A	3,95	8,54	AA	3,95	7,99	AAA
3,96	8,10	A	3,96	8,54	AA	3,96	7,99	AAA
3,97	8,09	A	3,97	8,53	AA	3,97	7,99	AAA
3,98	8,09	A	3,98	8,53	AA	3,98	7,99	AAA
3,99	8,09	A	3,99	8,53	AA	3,99	8,00	AAA
4,00	8,08	A	4,00	8,53	AA	4,00	8,00	AAA
4,01	8,08	A	4,01	8,53	AA	4,01	8,00	AAA
4,02	8,08	A	4,02	8,52	AA	4,02	8,01	AAA
4,03	8,07	A	4,03	8,52	AA	4,03	8,01	AAA
4,04	8,07	A	4,04	8,52	AA	4,04	8,01	AAA
4,05	8,07	A	4,05	8,52	AA	4,05	8,02	AAA
4,06	8,06	A	4,06	8,51	AA	4,06	8,02	AAA
4,07	8,06	A	4,07	8,51	AA	4,07	8,02	AAA
4,08	8,06	A	4,08	8,51	AA	4,08	8,03	AAA
4,09	8,05	A	4,09	8,51	AA	4,09	8,03	AAA

4,10	8,05	A	4,10	8,50	AA	4,10	8,03	AAA
4,11	8,05	A	4,11	8,50	AA	4,11	8,04	AAA
4,12	8,04	A	4,12	8,50	AA	4,12	8,04	AAA
4,13	8,04	A	4,13	8,50	AA	4,13	8,04	AAA
4,14	8,04	A	4,14	8,49	AA	4,14	8,05	AAA
4,15	8,04	A	4,15	8,49	AA	4,15	8,05	AAA
4,16	8,03	A	4,16	8,49	AA	4,16	8,05	AAA
4,17	8,03	A	4,17	8,49	AA	4,17	8,06	AAA
4,18	8,03	A	4,18	8,48	AA	4,18	8,06	AAA
4,19	8,02	A	4,19	8,48	AA	4,19	8,06	AAA
4,20	8,02	A	4,20	8,48	AA	4,20	8,07	AAA
4,21	8,02	A	4,21	8,48	AA	4,21	8,07	AAA
4,22	8,01	A	4,22	8,47	AA	4,22	8,07	AAA
4,23	8,01	A	4,23	8,47	AA	4,23	8,08	AAA
4,24	8,01	A	4,24	8,47	AA	4,24	8,08	AAA
4,25	8,01	A	4,25	8,46	AA	4,25	8,08	AAA
4,26	8,00	A	4,26	8,46	AA	4,26	8,09	AAA
4,27	8,00	A	4,27	8,46	AA	4,27	8,09	AAA
4,28	8,00	A	4,28	8,45	AA	4,28	8,09	AAA
4,29	7,99	A	4,29	8,45	AA	4,29	8,09	AAA
4,30	7,99	A	4,30	8,45	AA	4,30	8,10	AAA
4,31	7,99	A	4,31	8,45	AA	4,31	8,10	AAA
4,32	7,98	A	4,32	8,44	AA	4,32	8,10	AAA
4,33	7,98	A	4,33	8,44	AA	4,33	8,11	AAA

4,34	7,98	A	4,34	8,44	AA	4,34	8,11	AAA
4,35	7,98	A	4,35	8,43	AA	4,35	8,11	AAA
4,36	7,97	A	4,36	8,43	AA	4,36	8,12	AAA
4,37	7,97	A	4,37	8,43	AA	4,37	8,12	AAA
4,38	7,97	A	4,38	8,42	AA	4,38	8,12	AAA
4,39	7,96	A	4,39	8,42	AA	4,39	8,13	AAA
4,40	7,96	A	4,40	8,42	AA	4,40	8,13	AAA
4,41	7,96	A	4,41	8,41	AA	4,41	8,13	AAA
4,42	7,96	A	4,42	8,41	AA	4,42	8,14	AAA
4,43	7,95	A	4,43	8,41	AA	4,43	8,14	AAA
4,44	7,95	A	4,44	8,40	AA	4,44	8,14	AAA
4,45	7,95	A	4,45	8,40	AA	4,45	8,15	AAA
4,46	7,95	A	4,46	8,39	AA	4,46	8,15	AAA
4,47	7,94	A	4,47	8,39	AA	4,47	8,15	AAA
4,48	7,94	A	4,48	8,39	AA	4,48	8,16	AAA
4,49	7,94	A	4,49	8,38	AA	4,49	8,16	AAA
4,50	7,93	A	4,50	8,38	AA	4,50	8,16	AAA
4,51	7,93	A	4,51	8,38	AA	4,51	8,17	AAA
4,52	7,93	A	4,52	8,37	AA	4,52	8,17	AAA
4,53	7,93	A	4,53	8,37	AA	4,53	8,17	AAA
4,54	7,92	A	4,54	8,37	AA	4,54	8,18	AAA
4,55	7,92	A	4,55	8,36	AA	4,55	8,18	AAA
4,56	7,92	A	4,56	8,36	AA	4,56	8,18	AAA
4,57	7,92	A	4,57	8,35	AA	4,57	8,19	AAA

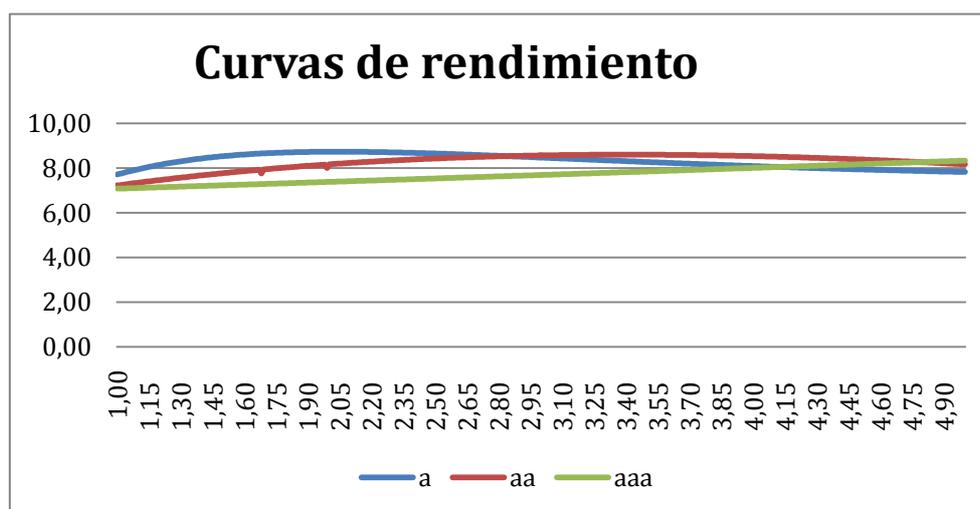
4,58	7,91	A	4,58	8,35	AA	4,58	8,19	AAA
4,59	7,91	A	4,59	8,35	AA	4,59	8,19	AAA
4,60	7,91	A	4,60	8,34	AA	4,60	8,20	AAA
4,61	7,91	A	4,61	8,34	AA	4,61	8,20	AAA
4,62	7,90	A	4,62	8,33	AA	4,62	8,20	AAA
4,63	7,90	A	4,63	8,33	AA	4,63	8,21	AAA
4,64	7,90	A	4,64	8,33	AA	4,64	8,21	AAA
4,65	7,90	A	4,65	8,32	AA	4,65	8,21	AAA
4,66	7,89	A	4,66	8,32	AA	4,66	8,21	AAA
4,67	7,89	A	4,67	8,31	AA	4,67	8,22	AAA
4,68	7,89	A	4,68	8,31	AA	4,68	8,22	AAA
4,69	7,89	A	4,69	8,30	AA	4,69	8,22	AAA
4,70	7,88	A	4,70	8,30	AA	4,70	8,23	AAA
4,71	7,88	A	4,71	8,30	AA	4,71	8,23	AAA
4,72	7,88	A	4,72	8,29	AA	4,72	8,23	AAA
4,73	7,88	A	4,73	8,29	AA	4,73	8,24	AAA
4,74	7,87	A	4,74	8,28	AA	4,74	8,24	AAA
4,75	7,87	A	4,75	8,28	AA	4,75	8,24	AAA
4,76	7,87	A	4,76	8,27	AA	4,76	8,25	AAA
4,77	7,87	A	4,77	8,27	AA	4,77	8,25	AAA
4,78	7,87	A	4,78	8,27	AA	4,78	8,25	AAA
4,79	7,86	A	4,79	8,26	AA	4,79	8,26	AAA
4,80	7,86	A	4,80	8,26	AA	4,80	8,26	AAA
4,81	7,86	A	4,81	8,25	AA	4,81	8,26	AAA

4,82	7,86	A	4,82	8,25	AA	4,82	8,27	AAA
4,83	7,85	A	4,83	8,24	AA	4,83	8,27	AAA
4,84	7,85	A	4,84	8,24	AA	4,84	8,27	AAA
4,85	7,85	A	4,85	8,23	AA	4,85	8,28	AAA
4,86	7,85	A	4,86	8,23	AA	4,86	8,28	AAA
4,87	7,85	A	4,87	8,22	AA	4,87	8,28	AAA
4,88	7,84	A	4,88	8,22	AA	4,88	8,29	AAA
4,89	7,84	A	4,89	8,21	AA	4,89	8,29	AAA
4,90	7,84	A	4,90	8,21	AA	4,90	8,29	AAA
4,91	7,84	A	4,91	8,20	AA	4,91	8,30	AAA
4,92	7,83	A	4,92	8,20	AA	4,92	8,30	AAA
4,93	7,83	A	4,93	8,19	AA	4,93	8,30	AAA
4,94	7,83	A	4,94	8,19	AA	4,94	8,31	AAA
4,95	7,83	A	4,95	8,19	AA	4,95	8,31	AAA
4,96	7,83	A	4,96	8,18	AA	4,96	8,31	AAA
4,97	7,82	A	4,97	8,18	AA	4,97	8,32	AAA
4,98	7,82	A	4,98	8,17	AA	4,98	8,32	AAA
4,99	7,82	A	4,99	8,17	AA	4,99	8,32	AAA
5,00	7,82	A	5,00	8,16	AA	5,00	8,33	AAA

ANEXO 6 PREGUNTAS PARA LA ENTREVISTA A PROFUNDIDAD

Preguntas Entrevista a profundidad

1. Qué cree usted que priorizar los compradores, la tasa de rentabilidad o el riesgo de la emisión.
2. Cree usted que todas las calificadoras tienen criterios homogéneos de calificación? Y sus resultados significan lo mismo en términos de riesgo?
3. Cuáles cree usted que son los principales compradores del mercado?
4. Cree usted que existe prima de riesgo por calificación en el mercado de valores
5. Luego de ver el siguiente grafico. Porque cree usted que se da este comportamiento



- 6.Cuál cree usted que son los principales distorsionadores del mercado
7. Porque cree usted de que a pesar de este comportamiento han aumentado las emisiones.

ANEXO 7 RESPUESTAS DE LOS ENTREVISTADOS

Entrevistado 1**Christian Valencia**

1. En este momento los compradores están priorizando la tasa de rentabilidad
2. Mi experiencia con las 2 calificadoras que he trabajado es que tiene diferencia en los procesos internos y modelos. Algunas calificadoras están ligadas con instituciones en el exterior por lo que deben cumplir ciertas normativas y parámetros que son más estrictos. Pero entre una y otra calificadora no significa lo mismo para los inversionista, pero he visto que prefieren a Bankwach
3. Las instituciones financieras, en especial el BIESS. Ya que tiene fondos casi ilimitados lo que les permite comprar más en el mercado.
4. No necesariamente ya que depende del inversionista por ejemplo el BIESS si debe respetar ciertos parámetros, mientras que las instituciones financieras debido a las regulaciones actuales deben pagar más a pesar de tener la mejor calificación AAA.
5. No creo que hay suficientes emisores en especial en A, por lo que estos pueden tener ciertos beneficios debido a las regulaciones lo que no permite que su tasa de rendimiento sea menor. AA es la mejor opción para formar una curva de rendimiento ya que es la que mayor número de datos tiene, mientras que en A Y AAA el número de emisiones no es suficiente como para formar una curva de rendimientos.
De igual manera son curvas casi planas y esto es ya que la mayoría de emisiones están relacionadas al sector financiero y este tiene restricción de tasas por lo que la curva no tiene la pendiente que debería si no hubiera regulaciones.
6. Los principales distorsionadores del mercado son las regulaciones que existen hoy en día, ya que la actual ley de mercado de valores no es clara y crea un montón de trabas. Adicionalmente debido a que no hay fondos de inversión sino el BIESS que es el que determina las tasa, montos y reglas del juego, este decide en que se invierte. Al no tener las instituciones financieras la opción de este comprador deben aumentar sus tasas de rendimiento para que se puedan vender sus emisiones.
7. Todavía hay bastante liquidez en el país, de igual manera las emisiones son significativamente menores que un prestamos por lo que sigue siendo atractivo para los emisores. Las compras de emisiones en el sector productivo siguen aumentando porque son apetecidas y se debe llenar una cuota. Mientras que para el sector financiero es un papel de la mejor calidad que existe y ayuda a fondear un poco créditos a un plazo más largo que los créditos que ellos tienen manteniendo una ganancia. Por último las emisiones han seguido aumentando

ya que debido a las regulaciones y requerimientos que exige la ley, por lo que los agentes del mercado para cubrir sus requerimientos de inversión compran todo lo que salga al mercado sin importar de su tasa de rendimiento, ya que esta es mayor que poner el dinero en el banco central.

Entrevistado 2

Mauricio Larrea

1. Un inversionista profesional siempre tendrá los siguientes principios en el orden adelante detallado:

1.- Seguridad (Riesgo)

2.- Liquidez

3.- Rentabilidad

La evidencia muestra que mientras menos profesional el inversionista, se verá más inclinado a la rentabilidad.

2 No, creo que tienen criterios diferentes y sus calificaciones no reflejan el mismo riesgo.

3. BIESS

Tesorerías de Bancos en general

Fondos de inversión privados

Público en general

4 Si, intuitivamente los inversionistas la cobran, aun cuando no está claramente especificada

5 Varias emisiones que tienen la misma calificación a plazos similares deberían tener tasas similares. No se da por que los inversionistas discriminan el riesgo en función de: la calificadora de riesgo; el sector de donde proviene el emisor.

El que exista una aparente curva de tasas de interés negativa, es decir a partir de 2,5 años de duration la pendiente baja, a mi entender se explica porque a plazos largos los títulos emitidos han sido producto de titularizaciones de cartera estructurados con resguardos mucho más sólidos que únicamente la garantía general de las emisiones de corto plazo. El caso más claro son las titularizaciones hipotecarias, cuyo activo subyacente es de la mejor calidad, e históricamente los compradores han demandado estos títulos, a rendimientos mucho menores que otro tipo de emisión, con garantía general o flujos futuros, a pesar de ser plazos más largos.

6 El estado a través de sus entes financieros

7 Por: El incentivo fiscal de emitir a más de un año y negociado por Bolsa. Es exento del impuesto a la renta. Una aparente liquidez de la economía

Entrevistado 3

Ismael Vélez

1. Depende en gran medida del inversionista y de los factores de liquidez que existan en el mercado en ese momento. No nos olvidemos que el dinero más caro es que no hay. En el caso de inversionistas institucionales es la calificación

de riesgo lo que más importa pues creen o consideran que las tasas están acorde a mercado.

2. Las metodologías pueden ser las mismas como un principio teórico pero existen calificadoras con mayor nivel de exigüidad a los clientes. También hay calificadoras más “laxas” que permiten emisiones sin mayor exigencia.
3. Inversionistas institucionales públicos (BIESS, IESS, Cesantía Policía Nacional,) luego existen los inversionistas institucionales privados tales como compañías de seguro, bancos, y luego tenemos los fondos complementarios. La participación de inversionistas individuales es muy poca o casi nula. Recordemos que un segmento importante de compradores como eran los fondos de inversión los eliminaron y esa liquidez paso a la banca
4. No porque no tenemos un sistema base de subastas de bonos del Estado como eran los BEMS o los CETES. No hay tasa referencial en ese sentido.
5. Estas curvas se tornan negativas en función de la duración dado que las amortizaciones que se presentan trimestralmente o semestralmente hacen que se modifique la duración
6. En el mercado de valores hoy en día están los mecanismos que obligan a los bancos a invertir cantidades determinadas de liquidez en papel del estado a tasas que presentan a la inversión del Estado ajenas a la realidad y ni siquiera se ajustan a esquemas inflacionarios.
7. Las emisiones aumentan porque el mercado de valores constituye una alternativa en financiamiento. En el caso del papel comercial ofrecen mejores condiciones que la banca, puesto que la banca en muchas ocasiones y dependiendo del cliente sus créditos tienen garantía real del 140% sobre el crédito. En una emisión de papel comercial, desde el punto legal la prelación de crédito es menor a plazo y a la vista.