



Ecuador

Fondo Administrado Productivo

Calificación otorgada

junio-2019

AAA- /V3

“AAA-”: Excelente calidad promedio de los activos de un portafolio.

“V3”: Riesgo de mercado moderado

| Estadísticas del Fondo | |
|---|-----------|
| Total Activos (USD M) | 25,554 |
| Total Patrimonio (USD M) | 25,478 |
| No. Partícipes | 427 |
| Duración modificada Promedio (*) | 633 días |
| WAM promedio (*) | 1214 días |
| % Inversiones en otras monedas | 0% |
| Volatilidad Promedio σ (**) | 0.02% |
| Rentabilidad Promedio (**) | 6.64% |
| Coef. Variación* (σ /Rentab. Prom.) | 0.37% |

* Promedio de últimos doce meses.

** Calculado con rendimientos mensuales netos anualizados de últimos 12 meses.

Administradora del Fondo: FIDUCIA S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS MERCANTILES

Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA
(5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Fundamento de la calificación

Calificación dinámica: La calificación puede variar dinámicamente en función de cambios en las políticas internas o de la composición del portafolio. El presente informe de calificación se basa en la situación del Fondo Productivo al 30 de abril del 2019. El Comité de Calificación decidió otorgar la calificación de crédito AAA- al Fondo, en vista de la excelente de la calidad de los títulos que componen el fondo, y otorgar la calificación de Volatilidad de V3.

Excelente calidad crediticia del portafolio de inversiones: el 74.7% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación de riesgo de AAA- o superior y un 3.7% adicional en bonos del de deuda interna del Ecuador. De la porción restante 18.6% está calificado AA+ y 3.7% en AA.

Adecuada diversificación por emisor: El portafolio de inversiones del Fondo Renta se encuentra adecuadamente diversificado en 38 emisores distintos. El índice herfindahl refleja una alta diversificación por este concepto.

Calificación de riesgo de mercado moderado: La Calificación de Volatilidad del Fondo Renta recoge el criterio de la calificadoradora respecto a la exposición de este a factores de riesgo que pueden generar volatilidad en la rentabilidad del portafolio. Los principales factores analizados son la sensibilidad a variaciones de la tasa de interés del mercado, el riesgo de spread crediticio, el plazo promedio ponderado del portafolio frente a su perfil de redención, y la liquidez que mantiene el Fondo frente a la volatilidad histórica de los rescates, concentración de sus partícipes y perfil de permanencia mínima.

Riesgo bajo ante variaciones en la tasa de interés: El análisis considera la sensibilidad de su valor de mercado a movimientos en la tasa de interés y a variaciones en el spread crediticio, dentro de un escenario base de volatilidad de la tasa de interés y un horizonte de tiempo similar a su período de permanencia mínimo. En dicho escenario, la rentabilidad promedio anualizada del fondo superaría el efecto de una valoración negativa, por lo cual el riesgo de pérdidas por este motivo para el inversionista se considera bajo.

Liquidez adecuada para la volatilidad histórica de los rescates: el nivel y volatilidad histórica de los rescates de los partícipes es relativamente bajo y en casi todos los casos, la liquidez a un mes que ha mantenido el fondo ha sido suficiente para cubrirlos.

Riesgo de volatilidad por concentración por partícipe: Existe una importante concentración en los 25 mayores partícipes. En caso de presentarse retiros de sus principales partícipes, podría generarse volatilidad del valor de la unidad proveniente de la necesidad de liquidar inversiones para cubrir dichos retiros. Cabe indicar que históricamente estos recursos han mostrado estabilidad.

Factores que podrían incidir en la calificación a futuro: La Calificación de Crédito podría mejorar o empeorar en la medida en que el Fondo modifique sus políticas de inversión o modifique la participación de inversiones con calificación igual o superior a la otorgada.

La Calificación de Volatilidad del Fondo se encuentra limitada principalmente por la concentración por partícipe existente y la estructura de plazos del portafolio orientada en mayor proporción a plazos superiores a un año. En la medida en que estas variables mejoren, la calificación de volatilidad podría mejorar. De igual forma, un deterioro en la sensibilidad a la tasa de interés o en la liquidez del fondo podría derivar en una calificación inferior.

Fecha Comité: 10 de junio, 2019

Corte de Información: 30 de abril, 2019



Alcance de la Calificación

La *Calificación de Crédito del Fondo* no mide la expectativa del riesgo de incumplimiento del fondo, debido a que por naturaleza un fondo no puede caer en incumplimiento. La Calificación de Crédito del Fondo se basa en la calificación de riesgo de crédito pública de cada activo financiero perteneciente al portafolio del fondo, tomando en cuenta además la distribución de las calificaciones y otros factores crediticios. En el caso de instrumentos no calificados por BankWatch Ratings, la calificadora generalmente utiliza la calificación de riesgo pública de dichas inversiones, debido a la imposibilidad de realizar un análisis instrumento por instrumento con la información pública disponible, por lo cual la validación de la calidad de dichas calificaciones se encuentra fuera del alcance de la Calificación de Crédito del Fondo.

La *Calificación de Volatilidad del Fondo* mide la potencial sensibilidad del fondo analizado a factores de riesgo tales como movimientos en las tasas de interés, variación del spread de crédito, fluctuaciones cambiarias, requerimientos de liquidez y otros factores.

La metodología considera importante el análisis de liquidez debido a que, por la baja bursatilidad del mercado de valores ecuatoriano y la metodología de valoración dispuesta legalmente, el valor en libros de los títulos puede diferir del valor real en caso de liquidación. Por este motivo, una venta de inversiones del portafolio para cubrir requerimientos de liquidez podría generar una volatilidad en el valor de la unidad no recogida por los indicadores tradicionales.

Las calificaciones de fondos de BWR no incluyen el *riesgo de evento*, definido como un acontecimiento no anticipado y de baja probabilidad de ocurrencia. Importantes riesgos de evento para fondos incluyen cambios repentinos, dramáticos e inesperados en los precios o la liquidez de los mercados financieros y decisiones regulatorias adversas, así como litigaciones y liquidaciones masivas impulsadas por los factores mencionados arriba u otros motivos. Las calificaciones incluyen un supuesto razonable sobre la vulnerabilidad del fondo a los acontecimientos en los mercados financieros, presiones regulatorias, y escenarios relacionados a la concentración de sus partícipes y emisores, pero los detalles específicos sobre el acontecimiento y su efecto no se conocerán antes de que haya sido anunciado o consumado, y es recién entonces cuando se podrá investigar el efecto que tendrá sobre la calificación.

Perfil

Fondo de ahorro a mediano plazo

El Fondo de Inversión Administrado Productivo (en adelante Fondo Productivo) se constituyó en diciembre de 2015, bajo el nombre de Fondo de Inversión Administrado Centenario FCN. En noviembre-2018 se modifica su denominación a la actual y se reforma su reglamento interno. Finalmente, en febrero de 2019 se hace una segunda reforma del mismo, para aclarar el objeto del fondo.

El objeto del Fondo es ofrecer a los partícipes una alternativa de inversión en valores de renta fija inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores, en especial del sector real de la economía.

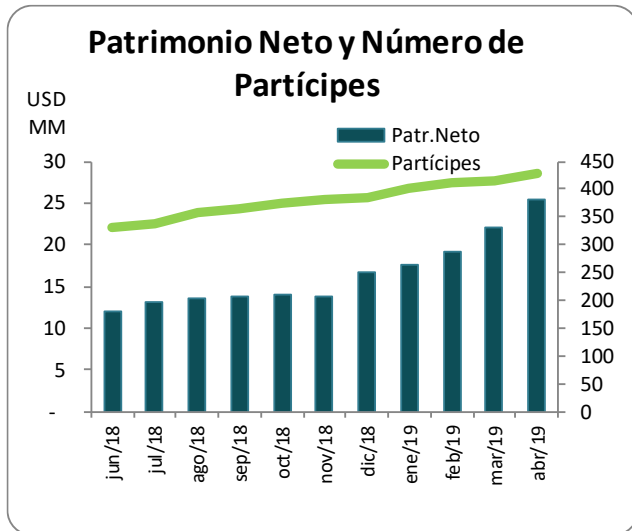
El Fondo está dirigido a inversionistas con un objetivo de ahorro de al menos 180 días. Sus principales características se resumen a continuación:

Características Principales

| | |
|---|--|
| Tipo de Fondo | Valores renta fija |
| Moneda | USD |
| Monto mínimo de inversión inicial | USD 1,000 |
| Monto mínimo de incrementos | USD 100 |
| Plazo mínimo permanencia para aportes iniciales | 180 días calendario |
| Días establecidos para rescates | Días 15 y último día de cada mes |
| Preaviso para rescate | 8 días hábiles anteriores a fecha de rescate |
| Plazo vigencia del fondo | Indefinido |
| Custodios | Decevale |

Luego de cumplida la permanencia mínima de 180 días calendario por cada aporte, el partícipe podrá efectuar rescates únicamente los días 15 de cada mes o el último día calendario del mes, mediante la presentación al Administrador de la respectiva orden de rescate con al menos 8 días calendario de anticipación a la fecha de rescate.

Si un partícipe deseara retirar sus fondos antes de cumplida la permanencia mínima, en el reglamento interno del Fondo se establece una penalidad del 5% sobre el total de los fondos a rescatar y respetando los 8 días calendario de anticipación.



Fuente: Fiducia
Elaboración: BankWatch Ratings

A la fecha de análisis, el Fondo Productivo cuenta con 427 partícipes, que suman en total un patrimonio neto de USD 25.5MM.

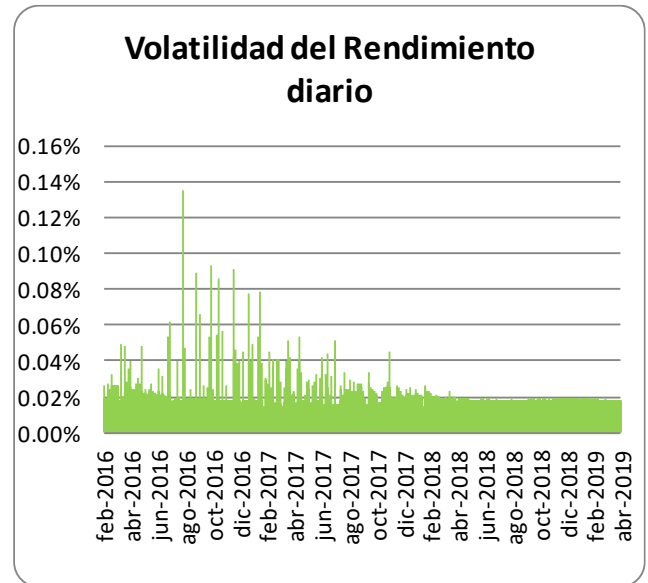
Desempeño histórico del Fondo Productivo

| | |
|--|-------|
| Volatilidad Promedio σ (*) | 0.02% |
| Rentabilidad Promedio (*) | 6.64% |
| Coef. Variación (*) (σ /Rentab. Prom.) | 0.37% |

* Promedio de últimos 12 meses.

La rentabilidad promedio mensual anualizada del Fondo Productivo es 6.64%, para los últimos doce meses. La rentabilidad mensual anualizada ha fluctuado en dicho período entre 6.60% y 6.67%. La administración mantiene como objetivo actual generar en promedio una tasa de rendimiento anual entre 6.4% y 6.8%.

En el mismo período, la desviación estándar del rendimiento fue 0.02% anual, que se considera bastante baja en relación al rendimiento, y el fondo no ha mostrado rendimientos diarios negativos. Esto se debe tanto a la buena calidad crediticia del portafolio como a que una porción representativa de los activos financieros está catalogada como “mantenida al vencimiento” (55.2% del portafolio), por lo que estos activos no manifiestan las variaciones de precios del mercado. Lo mismo sucede con los títulos con un plazo por vencer inferior a 1 año.



Fuente: Fiducia
Elaboración: BankWatch Ratings

Principales políticas de administración

Las políticas de inversión generales, especialmente en relación al tipo y calidad de activos en los que puede colocar los recursos el Fondo, se recogen su Reglamento Interno. En el mismo documento se establece que el Comité de Inversiones tendrá bajo su responsabilidad la definición de las políticas de inversiones que se apliquen al fondo y la supervisión de su cumplimiento.

Las políticas de inversión vigentes del Fondo Productivo se resumen a continuación:

Principales límites de inversión

| | |
|---|-----|
| Calificación mínima de los títulos | A |
| Límite de concentración por partícipe | 10% |
| Concentración máxima en un emisor del sector real | 10% |
| Duración máxima del portafolio | 3 |

valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores; valores de renta fija emitidos por el Estado o Banco Central del Ecuador; depósitos a la vista o plazo fijo en instituciones financieras ecuatorianas, y otros valores de renta fija avalados por ellas e inscritos en el Registro del Mercado de Valores; otras inversiones que permita o autorice el regulador, y que cuenten con una calificación de Riesgo A o superior.

En cuanto a la calidad crediticia del portafolio, en el reglamento interno del fondo se limita la colocación de inversiones en valores de renta fija inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores; valores de renta fija del Estado o del Banco Central del Ecuador, depósitos de renta fija a la vista o a plazo fijo en



instituciones del sistema financiero controladas por la Superintendencia de Bancos y demás valores de renta fija avalados por o garantizados por ellas, inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores; y, otros valores de renta fija o contratos que permita o autorice la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera o las autoridades competentes, en razón de su negociación en mercados públicos e informados; y, que cuenten con una calificación de riesgo A o superior, salvo en los casos en los cuales dicha calificación de riesgo no sea exigida para algún tipo de título valor por expresa disposición legal o reglamentaria.

En relación a la liquidez, la política interna establece que debe mantenerse en fondos disponibles un valor equivalente a mínimo el 1% del patrimonio neto, en las fechas próximas a los rescates.

Adicionalmente, el fondo cuenta con una política de concentración por emisor que establece un cupo máximo de 10% para emisiones realizadas por emisores del sector real.

La Administradora ha establecido una serie de parámetros para liquidar las inversiones, en caso de que el fondo requiera recursos líquidos inmediatos. Estas políticas están relacionadas a la liquidez de los papeles disponibles, su plazo remanente, su rendimiento, la amortización del capital e interés de determinado título, los límites de concentración de portafolio, entre otros aspectos.

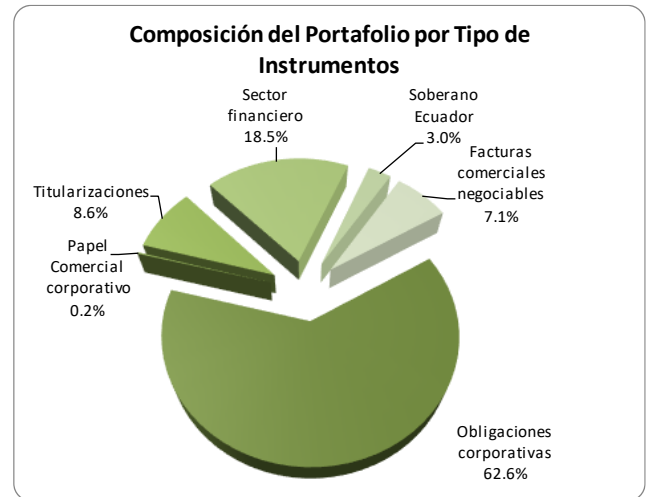
De acuerdo con las políticas establecidas, el fondo debe manejar una duración del portafolio de máximo 3 años, lo que sí se ha cumplido en el período analizado (mayo-2018 a abril-2019).

La tesorería de Fiducia es la responsable de la gestión del portafolio de inversiones dentro los cupos asignados y políticas establecidas.

Composición del Portafolio

A abril del 2019, el Fondo registra un patrimonio neto de USD 25.5MM, un portafolio de inversiones de USD 25.4MM y fondos disponibles por USD 128M. La totalidad del portafolio se encuentra invertido en títulos de renta fija. No existen posiciones en monedas distintas al dólar americano puesto que el 100% se encuentra en emisiones locales ecuatorianas.

El 78.6% del portafolio se encuentra colocado en valores de deuda corporativos, dentro de los cuales destacan las obligaciones corporativas y en menor proporción facturas comerciales negociables y papel comercial. El 18.5% restante se encuentra repartido en colocaciones a plazo en bancos locales de alta calificación crediticia, titularizaciones de cartera y bonos del ministerio de finanzas.

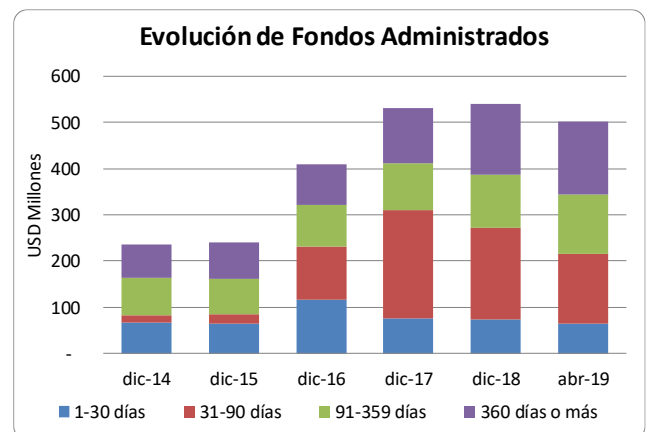


Fuente: Fiducia
Elaboración: BankWatch Ratings

El portafolio de renta fija se encuentra adecuadamente diversificado en 38 emisores distintos. La mayor exposición es de 10.2% del portafolio y los 5 mayores emisores representan el 41.5%. El 58.5% restante se encuentra repartido en exposiciones individuales inferiores al 6.1%.

Los fondos disponibles (USD 128MM) tienen un monto poco material para el tamaño del fondo, y se encuentran depositados en Produbanco (USD 70.7MM), Banco Pacifico (USD 16M), y en otros bancos locales con calificación pública de AAA- o superior.

Mercado de Fondos de Inversión Administrados

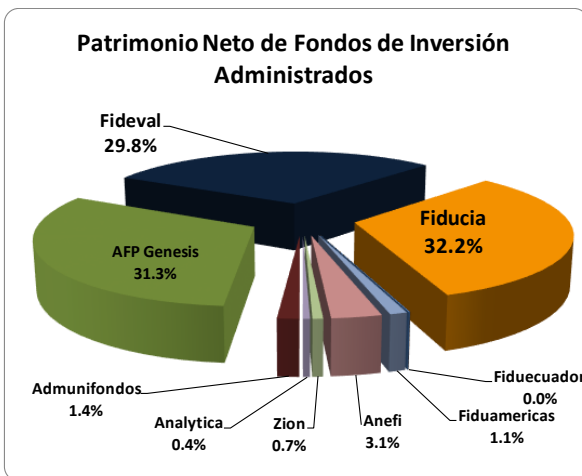


Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: BankWatch Ratings

La industria de los fondos registró crecimientos significativos especialmente en 2016 y 2017. El negocio de fondos se benefició de la normativa que obligó a las empresas aseguradoras a reducir la participación en sus inversiones obligatorias en el sistema financiero, para diversificarlas en otros sectores. Este desempeño se ha dado a pesar del complicado entorno económico del país, que continúa en proceso de estabilización.

En 2018 el crecimiento se desacelera (1.7%) y a abril-2019 se aprecia una contracción interanual cercana al 7%, que se explica en su mayoría por menores inversiones del sector asegurador en fondos administrados locales (USD 197MM versus 231MM a abril-2018). La ampliación del cupo de inversiones obligatorias de las aseguradoras ecuatorianas de 30% a 60% en inversiones de renta fija generó incentivos para la inversión directa en emisiones acordes a su perfil de riesgo.

Finalmente, según los datos preliminares disponibles a la fecha, el patrimonio neto agregado de este mercado llega a USD 525MM a abril-2019, debajo de los USD 540MM de dic-2018.

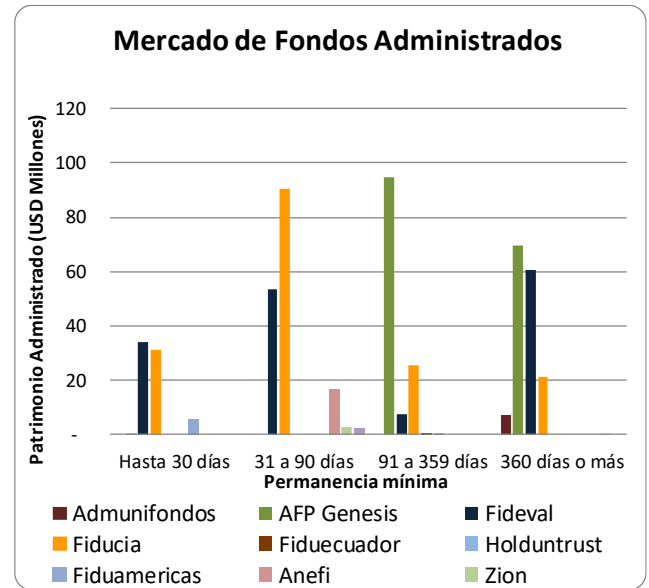


Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: BankWatch Ratings, corte: abril 2019

De acuerdo con la información publicada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, a abril del 2019 existen en Ecuador 24 fondos administrados de inversión activos, gestionados por diez fiduciarias.

Actualmente existen tres administradoras de fondos y fideicomisos que lideran este negocio, como se aprecia en el gráfico anterior, aunque las que han mostrado mayor crecimiento en los últimos años son Fiducia y Fideval. Estas tres empresas consolidan el 93% del mercado.

A la fecha de corte Fiducia lidera la participación por patrimonio neto, con la mayoría de sus fondos enfocados hacia ahorro de corto y mediano plazo. AFP Genesis por su parte muestra fortaleza en fondos con permanencia mínima superior a 90 días.



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: BankWatch Ratings

A futuro la evolución de la liquidez de la economía dependerá, entre otros factores, de la capacidad del Gobierno de fondar el presupuesto estatal mediante financiamiento externo y a través de exportación de petróleo, así como de su habilidad para mejorar el clima de inversión local.

A principios del 2019, el Ecuador estableció un plan de financiación con el FMI, que reduce parcialmente el riesgo de liquidez en la economía, pero se espera que las medidas que el país requiere para lograr una estabilidad en el largo plazo generen al menos hasta el 2020 un menor crecimiento económico, mayor desempleo y menor capacidad adquisitiva de los hogares.

El mercado de valores ecuatoriano continúa siendo poco profundo, por lo que la Administración de los fondos debe realizar una adecuada gestión de la liquidez para cubrir los rescates de los fondos sin tener que exponerse a la venta prematura de títulos. Lo anterior es un factor importante a evaluar y que influye en el análisis del riesgo de mercado de cada fondo administrado.

Administración del Fondo

Experiencia fiduciaria y de administración

El Fondo Productivo está administrado por Fiducia S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles (Fiducia o Administradora en adelante). La fiduciaria se constituyó originalmente en 1985 bajo el nombre de Corporación Bursátil Fiducia S.A., y en 1995 mediante la reforma de sus estatutos, cambia a su denominación actual.

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



administrativos.

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

Fiducia establece como misión el generar y administrar negocios fiduciarios y de fondos de inversión, a través de una vocación por los servicios, innovación, y principios de independencia, con el fin de contribuir al desarrollo del país en el largo plazo. La Fiduciaria cuenta con una adecuada experiencia en la administración de fondos. A abril-2019, Fiducia administra cinco fondos de inversión con un patrimonio neto agregado de USD 185.4MM, que representa el 34% del mercado. La imagen y trayectoria de Fiducia se valora como positiva, y se refleja en el importante posicionamiento dentro de su industria.

Los objetivos estratégicos de la fiduciaria están proyectados para ser alcanzados hasta el 2022. Estos están relacionados a una expansión del negocio de la Compañía, el aumento de la rentabilidad de sus operaciones, el control de los niveles de riesgo en su cartera, el incremento de los niveles de satisfacción de sus clientes, y la implementación de sistemas y herramientas para mejorar sus procesos operativos y recursos humanos.

Los principales ejecutivos de la Administradora son profesionales con amplia experiencia en el sector financiero y real de la economía, y en la administración fiduciaria y de fondos de inversión, aspecto positivo para la gestión del portafolio administrado.

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

Sistemas tecnológicos, Controles internos y Políticas operacionales

Los fondos administrados por Fiducia tienen su propia contabilidad y sus activos se encuentran adecuadamente identificados y custodiados.

La Administradora cuenta con sistemas de información, infraestructura y recursos tecnológicos en sus departamentos de sistemas ubicados en las ciudades de Quito y Guayaquil, cada uno con su propio Data Center y enlazados por un canal de datos. La información se respalda mensualmente y se almacena en discos duros físicos en un casillero de seguridad, perteneciente a una institución bancaria.

Adicionalmente, Fiducia dispone de un Plan de Contingencia actualizado, para evitar que las operaciones normales dentro de la empresa se vean afectadas por imprevistos.

La fiduciaria utiliza el aplicativo Gestor, especializado en controlar la administración contable y operativa de fideicomisos y fondos. Este sistema está conformado por diversos módulos intercomunicados entre sí, que permiten compartir información y evitan redundancias en los datos. A través del mismo se puede gestionar de forma independiente cada fondo y fideicomiso, manejar las cuentas bancarias, y hacer un adecuado seguimiento de pagos, cobros y anulaciones. También dispone de varias herramientas para manejar los bienes pertenecientes o en garantía de cada entidad administrada.

Este sistema permite un monitoreo de los usuarios y la información a la que acceden; define roles para los diferentes accesos a módulos. En la operativa financiera, la plataforma facilita el seguimiento de los flujos monetarios de los créditos procedentes de la fiduciaria y la comercialización de bienes.

Para la gestión de los procesos del negocio, la empresa cuenta con la plataforma BPM-AURA Portal, que permite modelar, implementar y ejecutar un conjunto de actividades o procesos interrelacionados. Con esta herramienta, la Administradora puede automatizar de manera sencilla cualquier proceso, incluidos los relacionados con Recursos Humanos, Control de Calidad, Compras, entre otros. Su principal beneficio es la detección y monitoreo de los puntos débiles y fortalece las actividades más importantes; por lo tanto, permite que la fiduciaria sea más flexible, competitiva y eficiente.

Para mantener informado al inversionista, la empresa dispone de un portal electrónico con información a terceros sobre los fondos de inversión administrados.

La gestión del personal de la fiduciaria se realiza mediante el sistema COMPERS, que facilita el monitoreo del capital humano y sus competencias a través de su automatización. Por otra parte, cuentan con el apoyo legal de la plataforma LEXIS, que ofrece una biblioteca con todas las leyes vigentes del Ecuador y se actualiza constantemente. Con ello, el departamento legal de la empresa dispone de un respaldo para una toma de decisiones apropiada.

Procesos de selección y monitoreo crediticio

A nivel interno, Fiducia lleva registros escritos para administrar y dar seguimiento a sus inversiones y estrategias. Ciertos análisis como el de proyecciones de rendimiento, evolución comercial o el de flujo de liquidez se analizan diariamente, y su evolución se

resume en reportes mensuales. Otras mediciones, como la concentración de inversiones, estrategias de inversión, u operaciones de trading cuentan con un estudio y reportería diaria. Finalmente, otros análisis, como el de tasas de interés de mercado, son revisadas con una periodicidad semanal y mensual.

El reglamento interno del Fondo establece que las políticas de inversión y estructura de liquidez deben ser definidas por el Comité de Inversiones, órgano que se encuentra conformado por cinco miembros principales y cinco suplentes. Los miembros principales son: el Administrador del Portafolio, la Directora Jurídica, la Gerente de Negocios, la Gerente de Operaciones y el Gerente de Fondos de Inversión.

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

Con respecto al proceso de selección de valores, este se encuentra sustentado en los informes preparados internamente en relación a los riesgos y características de cada oportunidad de inversión.

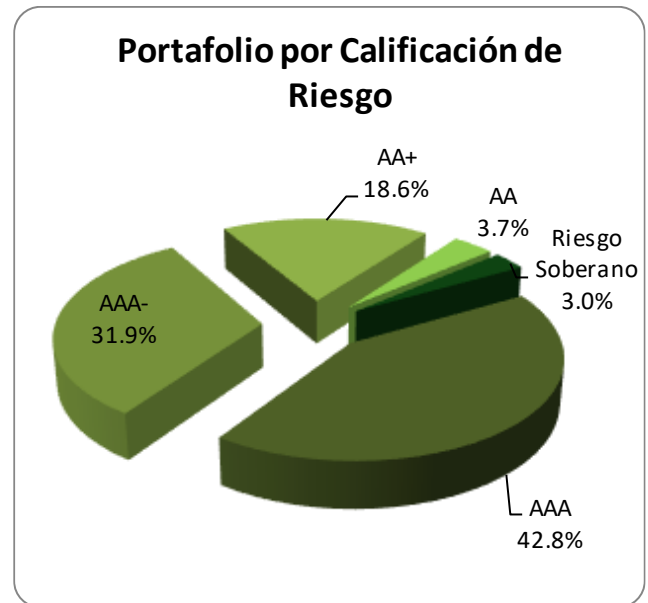
Para exposiciones de hasta USD 1 millón, se han definido distintos niveles de autorización con firma conjunta, mientras que las propuestas que involucran exposiciones acumuladas mayores deben ser presentadas por el Administrador de Portafolio o el *trader* a la Comisión de Inversiones.

Este órgano está presidido por el Gerente General de la Fiduciaria y se reúne semanalmente con la presencia de al menos 5 de sus 7 miembros principales, que son el Gerente Regional, el Gerente de Riesgos, el Gerente de Fondos de Inversión, el Gerente de Operaciones, el Analista de Riesgo y el Administrador de Portafolio o el *trader*.

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

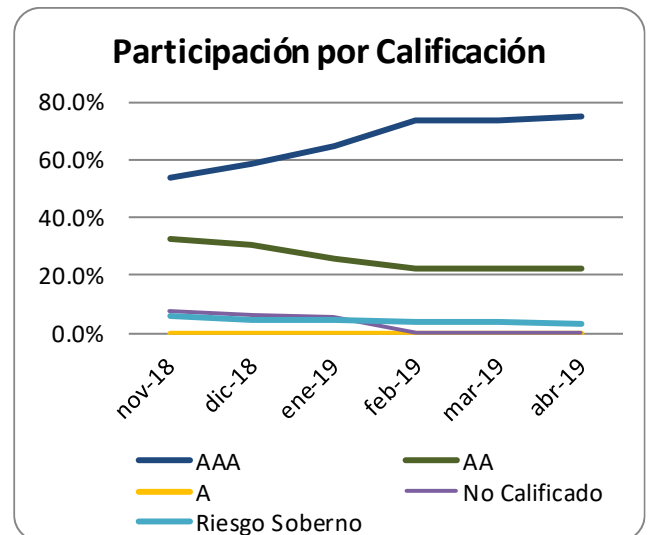
Calificación de Crédito del Fondo

Excelente calidad crediticia de los activos del fondo



Fuente: Fiducia.
Elaboración: BankWatch Ratings

El fondo mantiene como política la inversión de títulos que cuenten con una calificación de riesgo local mínima de A, aunque en la práctica estas se realizan en instrumentos con calificaciones 'AA' o superiores, y en menor proporción, en bonos del estado ecuatoriano. De esta manera, los Administradores reducen el riesgo crediticio y operan con títulos con mayor probabilidad de ser liquidables en caso de necesitarlo.



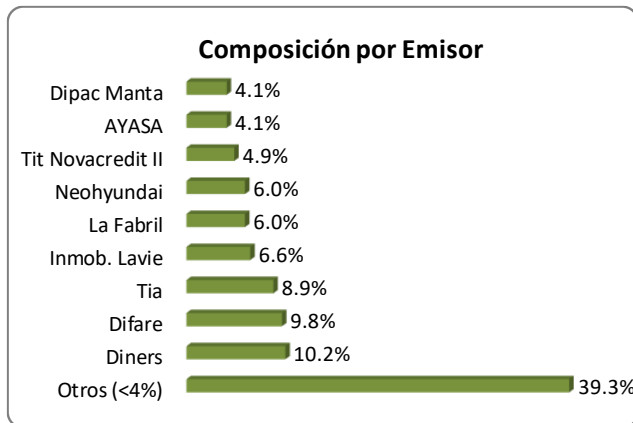
Fuente: Fiducia.
Elaboración: BankWatch Ratings
Nota: Calificaciones con distinto signo dentro de la misma categoría se muestran consolidadas.

El 74.7% del portafolio de renta fija se encuentra invertido en títulos con calificaciones de AAA- o

superior; el 18.6% en emisiones AA+; 3.7% en AA y el 3.0% en bonos del Ministerio de Finanzas (riesgo soberano).

En los últimos seis meses se aprecia una mejora relativa de la estructura por calificación del portafolio, con un aumento de títulos catalogados como AAA y una menor participación de títulos calificados en AA.

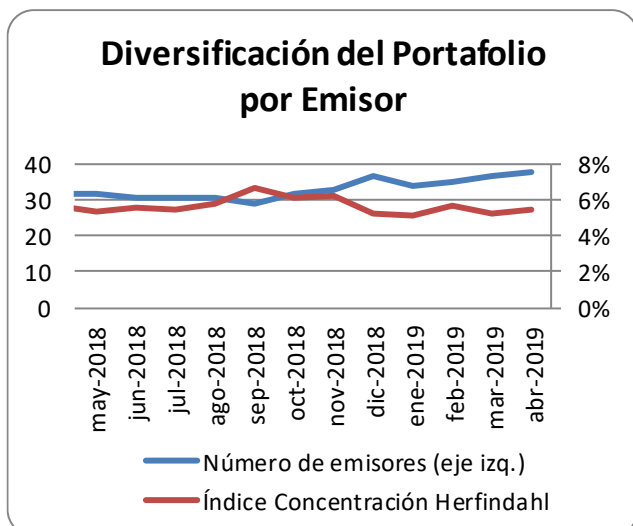
Alta diversificación por emisor



Fuente: Fiducia.
Elaboración: BankWatch Ratings

El portafolio del Fondo Productivo se encuentra adecuadamente diversificado por emisor para su tamaño, en concordancia con las políticas internas tomadas por la Administración.

El índice Herfindahl, aplicado a la concentración por emisor del portafolio, se ubica en 5.5% a abril-2019, porcentaje que refleja en nuestro criterio una baja concentración por emisor.

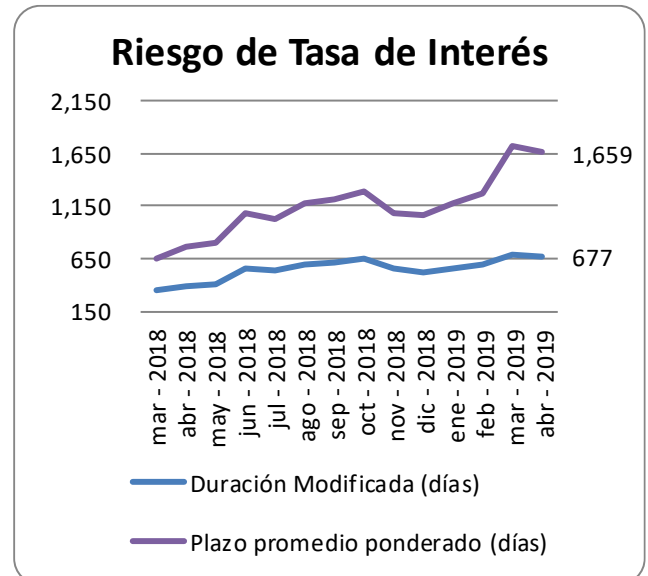


Fuente: Fiducia.
Elaboración: BankWatch Ratings

Calificación de Volatilidad del Fondo

Riesgo bajo por variaciones en la tasa de Interés

A abril-2019, el plazo promedio ponderado del portafolio es de 4.6 años, tiempo que contrasta con el tiempo de permanencia mínima del fondo.



* Duración modificada, spread y modificada ajustada siguen la línea verde.
Fuente: Fiducia.
Elaboración: BankWatch Ratings

El riesgo potencial de movimientos de la tasa de interés se analiza bajo un enfoque de preservación del capital, dentro de un horizonte de tiempo de 180 días, en función del plazo de permanencia mínimo establecido. El riesgo potencial se estima multiplicando la sensibilidad al riesgo de tasa por una volatilidad supuesta de las tasas de mercado en el horizonte de tiempo correspondiente.

La sensibilidad del fondo a movimientos en las tasas de interés de mercado se mide mediante la duración modificada actual, que implica que por cada movimiento de 1% en las tasas de interés de mercado, el valor del portafolio variaría aproximadamente en 1.88%. Dado que una porción importante de los activos del portafolio se encuentra en la clasificación contable de *mantenidos al vencimiento*, el efecto de una variación de precio se apreciaría en la medida en que el fondo venda títulos para generar liquidez o liquidar posiciones y que las tasas de rendimiento de mercado aplicables a los instrumentos vendidos sean superiores a la tasa implícita incorporada en su valor de libros.

Cabe indicar que la duración modificada ajustada es un indicador que combina la sensibilidad al movimiento de las tasas de interés de mercado con un estrés adicional por el riesgo de movimientos en el spread de crédito. La misma se asemeja al indicador anterior debido a la alta calidad de crédito



que en promedio mantiene el portafolio y el hecho de que todos los valores tienen tasa fija.

En función de la permanencia mínima del fondo se utiliza un escenario de variación de la tasa de interés de 0.71% anual. En el siguiente cuadro se resumen los parámetros y resultados del análisis explicado. En el mismo se puede apreciar que de materializarse el escenario modelado, la rentabilidad podría absorber ampliamente el impacto dentro del plazo de permanencia, sin afectar la preservación del capital.

| | |
|--|--------------|
| Duración modificada (días) | 676.54 |
| Duración modificada (años) | 1.88 |
| Rentabilidad diaria promedio 12 meses (R) | 0.01839% |
| volat asumida durante permanencia mínima (V) | 0.71% |
| Riesgo esperado (V x DM) | 1.33% |
| días comprometidos rentabilidad | 72.25 |
| días comprometidos / permanencia mínima | 40.1% |

Fondo no apalancado financieramente

De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, los bienes y valores que integren el activo de todo fondo administrado deben ser libres de todo gravamen o limitación de dominio. Los pasivos exigibles que mantenga un fondo administrado serán aquellos que autorice la Superintendencia de Compañías, en razón de los compromisos adquiridos con proveedores de servicios a cargo del fondo, los propios de las operaciones con los valores en que este invierte y las obligaciones por remuneraciones de su administradora.

El fondo no mantiene a la fecha pasivos financieros, y no se espera un cambio de dicha estrategia en el futuro.

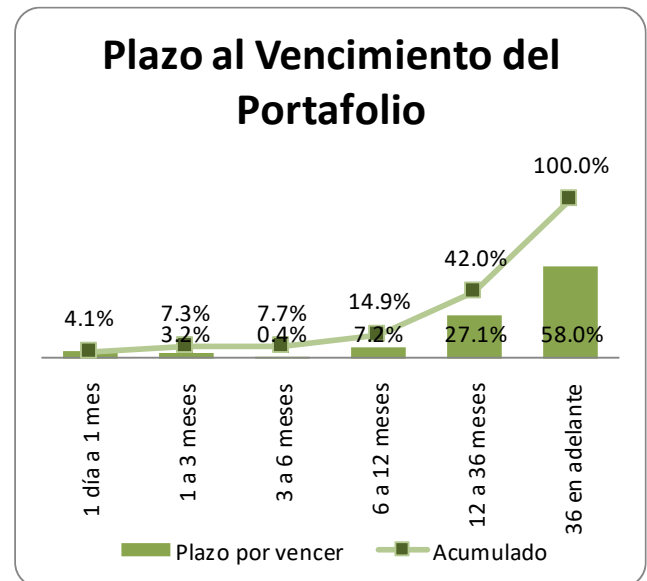
Liquidez adecuada para la volatilidad histórica de los rescates mensuales

La calificadora estima el requerimiento de liquidez mensual por volatilidad del Fondo Productivo en condiciones normales, en función de la volatilidad histórica de los rescates del fondo, con un enfoque en los últimos 36 meses.

La administración mantiene una continua supervisión de los riesgos de liquidez del fondo. Para medirlos, se realizan análisis de brechas de liquidez bajo escenarios definidos de retiro de sus partícipes, e indicadores de liquidez de corto plazo a 30 y 180 días, que reflejan el porcentaje de cobertura que tendría el fondo para cubrir retiros de sus partícipes. Por último, se calcula el nivel de cobertura de retiros de los 25 mayores partícipes considerando títulos líquidos y otros de mayor plazo pero que la fiduciaria estima que pudieran liquidarse en caso de requerirlo.

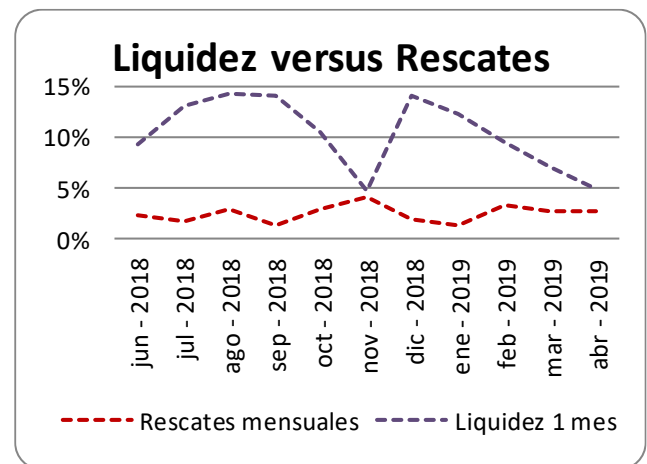
El gráfico siguiente muestra la estructura actual de plazos del portafolio. Si se consideran los fondos disponibles netos, y las amortizaciones y cupones de

corto plazo de los títulos de largo plazo, la liquidez a un mes y a 3 meses llegaría a 5.0% y 12.5% del patrimonio neto, respectivamente.



Fuente: Fiducia. Elaboración: BankWatch Ratings

Si bien la mayor parte del portafolio se encuentra invertido en plazos superiores a 1 año, su estructura responde al perfil del fondo y al hecho de que los rescates pueden ser gestionados de mejor forma considerando que estos solamente pueden darse, una vez finalizada la permanencia mínima, a mitad y fin de cada mes.



Fuente: Fiducia. Elaboración: BankWatch Ratings

* Liquidez a un mes incluye flujos proyectados de capital e interés del portafolio.

Los aportes al fondo Productivo tienen una permanencia mínima de 180 días desde su efectivización, aunque la mayoría de estos ya cumplieron la permanencia mínima obligatoria. Por otro lado, en el gráfico que se presenta a continuación puede observarse que el nivel y volatilidad de los rescates de los partícipes es bajo y que en todos los casos la liquidez a un mes que ha mantenido el fondo ha sido suficiente para cubrirlos. Por tanto, se concluye que dentro del período

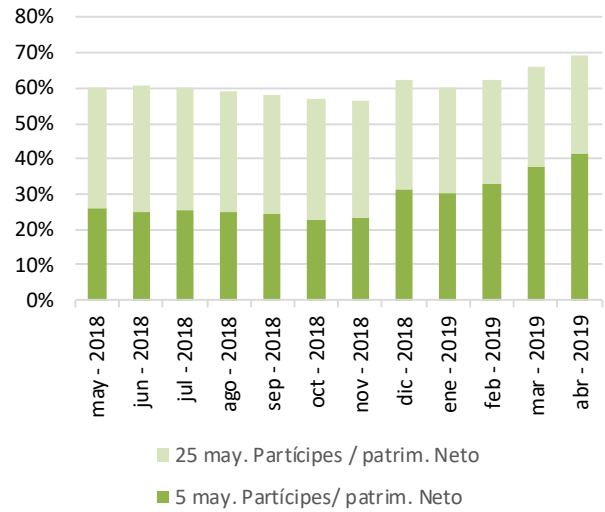
analizado el nivel de liquidez que ha mantenido el fondo ha sido suficiente para cubrir la volatilidad histórica de rescates.

Importante Concentración por Partícipe

En relación con la concentración por partícipe, si bien el Fondo registra un número importante de inversionistas, el 11.8% del patrimonio neto pertenece a un solo inversionista, los cinco mayores partícipes representan el 41.3% del patrimonio, y los 25 mayores partícipes son el 69.2% del patrimonio. La concentración se ha incrementado en los últimos 3 meses, debido a mayores partícipes del sector asegurador, que actualmente tienen las principales participaciones, por lo que el fondo es sensible ante coyunturas específicas de esta industria.

Por este motivo, consideramos que el fondo es altamente sensible a grandes retiros de sus principales partícipes, que de darse expondrían al fondo a una potencial volatilidad del valor de la unidad proveniente de la necesidad de liquidar inversiones para cubrir dichos retiros. Cabe indicar que históricamente estos recursos han mostrado estabilidad.

Concentración de Partícipes



Fuente: Fiducia.
 Elaboración: BankWatch Ratings

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la cual fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleva a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. La naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento y por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2019.