

Ecuador  
Primer seguimiento

## FONDO DE INVERSIÓN COTIZADO FIDUCIA ETF

### Calificación

Nov-2024	May-2025
AAA	AAA

**AAA:** La composición de la cartera de inversiones del Fondo y su política de inversión, otorgan una excelente protección ante pérdidas asociadas al riesgo crediticio. El fondo en sí tiene una perspectiva de excelente seguridad y rentabilidad.

**Administradora del Fondo:** FIDUCIA S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos

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

Alejandro Pinto  
(5932) 226 9767 ext.115  
apinto@bwratings.com

### Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de **AAA** a las cuotas de participación emitidas por el Fondo de Inversión Cotizado Fiducia ETF. La calificación se fundamenta en la capacidad técnica, operativa y económica de la Fiduciaria, en las características del Fondo que mitigan los principales riesgos inherentes a los que está expuesto, en función de su reglamento interno y política de inversión, y a la calidad que tiene el portafolio de inversión actual.

**Alta calidad de la distribución de calificaciones de las inversiones del fondo:** Las políticas de inversión descritas en el reglamento interno del fondo privilegian las inversiones en títulos con una alta calidad crediticia. Una participación conjunta de 80.45% de títulos con una calificación de AAA o de riesgo soberano evidencia que las políticas de calidad crediticia se cumplen con holgura. Además, el portafolio mantiene una diversificación adecuada, que mitiga el riesgo de concentración.

**Equipo profesional, experiencia y capacidad tecnológica adecuada para administrar el Fondo:** A criterio de la Calificadora la Fiduciaria presenta una alta capacidad técnica, operativa y económica para administrar el Fondo. Los principales ejecutivos de Fiducia S.A., son profesionales con amplia experiencia en el sector financiero y real de la economía, y en la administración fiduciaria y de fondos de inversión. El administrador mantiene sistemas de información, infraestructura y recursos tecnológicos suficientes para cumplir con sus funciones. Por último, sus estados financieros reflejan solvencia patrimonial y resultados positivos en el tiempo.

**Riesgo de liquidez muy bajo:** Dado que es un fondo cotizado, las cuotas de participación no podrán ser rescatadas hasta la liquidación del Fondo. Por esta razón, si un partícipe quisiera liquidar su exposición en el Fondo, deberá recurrir al mercado secundario para su comercialización a través de las bolsas de valores nacionales. Por otro lado, el fondo no realizará inversiones con vencimientos superiores a su período de vigencia, por lo cual se encontrará expuestos a riesgos de liquidez y de mercado provenientes de la liquidación de estos instrumentos.

**Escenarios de estrés:** Tras evaluar distintos escenarios de estrés para el portafolio, se evidencia una alta capacidad para soportar escenarios ácidos y para conservar el capital de los tenedores de cuotas de participación dentro del horizonte de inversión.

**Opinión legal positiva sobre el Fondo:** Hemos recibido opinión legal independiente en cuanto a que el reglamento interno y la escritura de constitución del Fondo cumplen con las disposiciones legales aplicables.

La perspectiva de la calificación del Fondo es estable, y podría variar en el caso de que se presentaran situaciones no previstas que pudieran afectar el comportamiento del Fondo de forma significativa.



## Alcance de la Calificación

El Fondo De Inversión Cotizado Fiducia ETF emite cuotas de participación, que son instrumentos de renta variable, por lo cual, el fondo no garantiza los rendimientos específicos que pueda generar, ni la devolución del capital.

Las calificaciones otorgadas a fondos cotizados, colectivos y otros instrumentos de renta variable no son comparables con las calificaciones otorgadas a instrumentos de renta fija. La calificación del fondo se basa en un análisis prospectivo de los factores cualitativos y cuantitativos de riesgo y sus mitigantes. Se el portafolio actual, la política y filosofía de inversión del Fondo, así como los distintos aspectos operacionales, tecnológicos, reputacionales, legales y regulatorios del fondo, la Administradora y otras contrapartes, que pudieran tener relevancia para los tenedores de las cuotas de participación. Por otro lado, se evaluará la capacidad de la Administradora para gestionarlo en función del análisis de sus recursos humanos y tecnológicos, así como su trayectoria, experiencia y recursos financieros.

Con el fin de evaluar el comportamiento de la rentabilidad del fondo y el riesgo de pérdidas en el capital invertido, se pueden realizar distintos escenarios de estrés, que incluyen shocks al flujo proyectado del fondo, y daños en sus activos, con énfasis en dependencias a ingresos o activos con alta representatividad. Estos escenarios dependerán de las características de cada fondo y los riesgos a los que está expuesto.

En el análisis financiero, la calificadora se enfoca en los distintos riesgos a los que puede estar expuesto el fondo y sus mitigantes, para estimar el riesgo de que los participes no recuperen al menos su capital invertido al final del horizonte de inversión. No obstante, lo dicho no puede interpretarse como una garantía de ningún tipo respecto al desempeño futuro del fondo y la rentabilidad mínima que generará.

Las calificaciones de fondos de BWR no incluyen el *riesgo de evento*, definido como un acontecimiento no anticipado de carácter natural o social y de baja probabilidad de ocurrencia. Importantes riesgos de eventos para fondos incluyen cambios repentinos, dramáticos e inesperados en los precios o la liquidez de los mercados financieros y decisiones regulatorias adversas, cambios en la administradora de fondos, fraude u otros desajustes imprevistos en el control interno y gobierno corporativo, así como litigaciones y liquidaciones masivas impulsadas por factores previamente mencionados, u otros motivos.

Este tipo de eventos se considerarán en la calificación en la medida en que ocurran.

La calificación otorgada considera un horizonte de inversión de 6 años desde la inscripción del Fondo en el Catastro Público de Mercado de Valores, que es el plazo definido para su liquidación. El riesgo de mercado y/o liquidez proveniente de la desinversión anticipada por parte del inversionista, a través de la venta en mercado secundario de las cuotas de participación en el mercado de valores, no es un factor considerado en la calificación.

## Perfil

### Fondo cotizado de largo plazo enfocado en inversiones bursátiles de renta fija.

El Fondo de Inversión Cotizado Fiducia ETF tiene como finalidad primordial invertir en la compra de valores inscritos en el Catastro Público de Mercado de Valores, los cuales deberán cumplir con la política de inversión explicada más adelante.

Su autorización de funcionamiento e inscripción en el Catastro Público de Mercado de Valores fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante resolución Resolución No. SCVS-IRCVSQ-DRMV-2025-00000161 del 10 de enero del 2025. Por esta razón, el fondo entraría en etapa de liquidación en 6 años a partir de esta fecha (10-ene-2031).

Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles es la Administradora del Fondo. Esta entidad se halla legalmente facultada para actuar como fiduciaria de negocios fiduciarios, procesos de titularización y fondos de inversión.

El fondo emitirá cuotas de participación por una suma máxima de USD 30 millones, dividido en cuotas de participación de un valor de colocación primaria de USD 1 cada una, y de iguales características.

Las cuotas de participación son valores de oferta pública desmaterializados. La colocación y suscripción de las cuotas que emita el Fondo únicamente podrá realizarse dentro del plazo máximo de oferta pública de las cuotas fijado en la normativa pertinente y su correspondiente prórroga, en caso de existir. Una vez colocadas las cuotas, estas serán libremente negociables por los inversionistas en el mercado secundario bursátil, al valor dado por la oferta y la demanda de estas. Las cuotas no serán rescatables, por lo cual, si un participante quisiera liquidar su exposición en el fondo, deberá recurrir al mercado secundario para su comercialización a través de las bolsas de valores nacionales.



La valoración de las cuotas en circulación se realizará en proporción al valor patrimonial del fondo y corresponderá al resultante de dividir el patrimonio neto del fondo para el número de cuotas colocadas. A la fecha de corte, el patrimonio neto del fondo es de USD 17,800,142.

Se entenderá como beneficio del fondo al producto de las utilidades obtenidas por el fondo generadas por los rendimientos derivados de los valores en los que invierta el fondo, previa la deducción de los valores que se deriven de los costos, gastos, honorarios, tributos y pasivos contratados o incurridos por el fondo.

Los beneficios del fondo serán repartidos entre todos los inversionistas de manera anual, dentro de los primeros 30 días hábiles de cada año calendario y en proporción a las cuotas de participación de propiedad de cada inversionista. La asamblea podrá determinar posteriormente una periodicidad distinta de distribución de beneficios del fondo, la cual nunca podrá ser inferior a un mes. El tipo de gestión del fondo será activa, es decir que, el administrador buscará superar permanentemente el rendimiento del *benchmark* definido, atendiendo a la política de inversión establecida.

El plazo de vigencia del fondo será de seis años contados a partir de su inscripción en el Catastro Público de Mercado de Valores. La fecha máxima de vencimiento de los valores a adquirir no podrá ser, en ningún caso, superior al plazo de vigencia del Fondo.

Las contrapartes en sus distintas etapas se detallan a continuación.

- **Administrador:** Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles.
- **Calificadora de Riesgos:** Calificadora de Riesgos BankWatch Ratings del Ecuador S.A.
- **Custodio:** Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
- **Auditor externo:** Compañía debidamente autorizada, designada y podrá ser reemplazada por el administrador
- **Comité de Inversiones:** Se refiere al Comité de Inversiones de Fiducia.
- **Asamblea:** Órgano del fondo conformado por los inversionistas
- **Comité de vigilancia:** Compuesto por tres (3) miembros, elegidos por la asamblea de entre los inversionistas no relacionados al administrador.

No se evidencian a la fecha riesgos materiales de contraparte que pudieran afectar a los tenedores de las cuotas de participación a emitirse.

## Entorno macroeconómico

El entorno operativo del Ecuador se enfrenta a un escenario complejo, de incertidumbre en el corto y mediano plazo. Según las cifras oficiales, en términos reales el PIB de cierre de 2023 podría acercarse al PIB prepandemia, con un crecimiento de 2.00%. Por su parte, la previsión de crecimiento para 2024 se fue ajustando hacia abajo a lo largo del año. Si bien la última cifra oficial del BCE durante el año 2024 era de un aumento de 0.9%, en abril 2025 el BCE ajustó la previsión a una contracción del -2%. Este porcentaje estuvo influenciado por las afectaciones económicas producidas por los cortes de energía que afectaron al país en el último cuatrimestre del 2024.

Durante el año 2024 el gobierno de Daniel Noboa ha enfrentado una crisis económica, especialmente por el alto déficit fiscal acumulado de gobiernos anteriores, agravada por el incremento significativo de la violencia de grupos de delincuencia organizada que ha soportado el país el último año y por la crisis energética consecuencia del estiaje producido por la falta de lluvias y problemas técnicos en las hidroeléctricas.

Durante la gestión del actual gobierno se han aprobado varias leyes orientadas a una mayor recaudación tributaria y a superar los problemas mencionados. La Ley Orgánica de Eficiencia Económica y Generación de Empleo, aprobada por la Asamblea Nacional en diciembre 2023, otorgó exenciones y beneficios tributarios para varios sectores de contribuyentes con la finalidad de mejorar la recaudación fiscal y dar incentivos para apoyar la reactivación económica y el empleo. En enero 2024 se aprobó la ley *no más apagones*, que incentiva los proyectos de energía renovable de hasta 10 megavatios. El 27 de octubre del mismo año se aprobó un segundo proyecto para impulsar la iniciativa privada en generación de energía. Por el lado de la seguridad en el mes de julio se aprobó la Ley Orgánica para la Aplicación de la consulta popular y referéndum del 21 de abril del 2024, que incluyó el endurecimiento de penas para varios delitos, así como la extradición de delincuentes.

Además, para enfrentar la coyuntura de incremento del crimen y la violencia en el país, se adoptaron varias medidas que incluyen la declaración de guerra a estos grupos, calificados como terroristas. Adicionalmente, se aprobaron cargas impositivas temporales y el incremento del IVA.

En el año 2024 el FMI y el Gobierno ecuatoriano llegaron a un acuerdo para un nuevo programa de crédito en el mes de abril 2024 por USD 4,000MM. Este programa tiene un plazo de 48 meses y está



orientado a países que tienen deficiencias estructurales en sus cuentas fiscales que tardarán un tiempo en resolverse<sup>1</sup>. En junio 2024, Ecuador recibió el primer desembolso por USD 1,000 millones del crédito obtenido con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Este endeudamiento se necesitaba para cubrir los gastos y pago de deuda del Presupuesto en 2024 ya que los ingresos tributarios y petroleros no son suficientes. En diciembre de 2024, el FMI desembolsó otros USD 500MM, después de la visita que realizó este organismo al país en el mes de octubre, donde se constató el cumplimiento de las metas establecidas<sup>2</sup>. Para el año 2025 se espera que el organismo realice una segunda revisión en el mes de abril, y que, en función del cumplimiento de los acuerdos, se desembolsen USD 414 millones más.

En cuanto a la situación fiscal, en 2024 el SRI alcanzó una recaudación récord de USD 20,131 millones, lo que representa un incremento del 15.6% con respecto 2023<sup>3</sup>. El incremento de IVA al 15% permitió que la recaudación de este impuesto alcanzara USD 9,767 millones, un 15.7% más que el año anterior. Adicionalmente, existieron incrementos en la recaudación de impuesto a la renta e ICE, sumado esto a las contribuciones especiales que se cobraron de manera excepcional.

En los primeros meses del año 2024, el sector petrolero no tuvo un buen comienzo, en enero 2024 Ecuador vendió su petróleo a USD 65.34, USD 1.36 por barril por debajo de lo presupuestado en la proforma. A diciembre 2024 el precio del petróleo WTI alcanzó USD 70.12 y para el 2025 las perspectivas no son mejores y se estima que el precio del petróleo podría rondar entre los USD 60 y 75<sup>4</sup>.

El primer pozo del campo ITT, ubicado dentro del Parque Nacional de Yasuní, se cerró el 28 de agosto de 2024 y según el informe presentado por el Gobierno a la Corte Constitucional el plan de cierre total del Bloque ITT tomará al menos cinco años. En el año 2024 se cerraron 10 de los 246 pozos, lo que significó una pérdida de 10 mil barriles diarios. Para el año 2025 se estima el abandono definitivo de

otros 48 pozos, lo que generará una disminución de 15,830 barriles por día<sup>5</sup>.

A diciembre 2024 el indicador de riesgo país cerró en torno a los 1200 puntos, con tendencia a la baja, gracias al final de los cortes de luz ocasionados por la crisis energética y a la expectativa de continuidad del Gobierno en las elecciones presidenciales de febrero 2025.

La inestabilidad implícita en el comportamiento social y político en la mayor parte del año 2024 tuvo un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en un mayor rendimiento exigido por inversionistas extranjeros. Sin embargo, las acciones tomadas por el Gobierno en lo referente a seguridad y economía ayudaron a un aumento en la confianza tanto local como de los organismos internacionales durante algunos meses del año 2024 y primeros meses del año 2025. En el mes de febrero 2025, como consecuencia de los resultados de la primera vuelta electoral, el riesgo país incrementó nuevamente ya que no se cumplió la expectativa de la victoria del actual gobierno sin necesidad de una segunda vuelta electoral<sup>6</sup>. Hasta el 13 de abril, antes de conocerse los resultados electorales, alcanzó 1844 puntos. Como hecho subsecuente en abril 2025 tras los resultados de segunda vuelta de las elecciones presidenciales que permitieron la continuidad del Gobierno el riesgo país se redujo notablemente (-600 puntos)<sup>7</sup> ubicándose cerca de los 1100 puntos básicos y consecuentemente los precios de los bonos de deuda externa experimentaron importantes alzas (subida de casi el 33%)<sup>8</sup>.

Por otro lado, la calificación de riesgo crediticio de largo plazo del país otorgada por Fitch Ratings sigue en CCC+ y fue reafirmada en agosto 2024, por la complejidad e incertidumbre del entorno operativo, una perspectiva de deterioro en las finanzas públicas, presionadas por el resultado de la consulta sobre el Yasuní y las expectativas de mayor gasto fiscal. Esta acción de calificación incorporó el deterioro en la capacidad de pago y alto costo de endeudamiento del país tanto de fuentes internas como externas y la dificultad de acceder a un nuevo

<sup>1</sup><https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-acuerdo-tecnico-daniel-noboa-ecuador/>

<sup>2</sup><https://www.primicias.ec/noticias/economia/credito-fmi-programa-ecuador/>

<sup>3</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/sri-alcanza-record-recaudacion-2024-estos-son-impuestos-clave-ecuador.html>

<sup>4</sup> <https://www.primicias.ec/opinion/jose-xavier-orellana-giler/mercado-petroleo-gasolina-produccion-precio-78585/>

<sup>5</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/yasuni-itt-bloque-43-petroecuador-cierre-pozos-produccion-consulta-popular-ecuador-nota/>

<sup>6</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/incertidumbre-politica-riesgo-pais-marzo.html>

<sup>7</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/riesgo-pais-ecuador-reduce-dramaticamente-victoria-daniel-noboa.html>

<sup>8</sup> <https://www.primicias.ec/economia/reaccion-mercados-reeleccion-noboa-bonos-riesgo-pais-93974/>

acuerdo con el FMI, lo cual limitaría el financiamiento por ese lado.

FITCH considera que la capacidad de Ecuador de honrar sus obligaciones se ajustará en 2025 con las obligaciones al FMI y en el 2026 con los intereses de los bonos de deuda externa.

### Cifras económicas y perspectivas

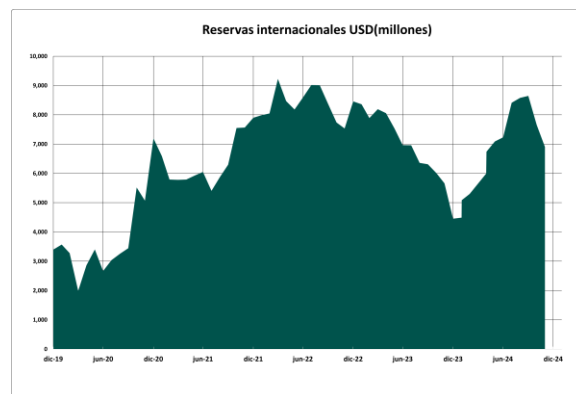
El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó un crecimiento del PIB de 2023 de 2.00%<sup>9</sup> frente al año precedente, porcentaje que incorpora el impacto negativo del paro nacional, sobre la economía del país. Adicionalmente, en abril 2025 el BCE emitió cifras preliminares para el año 2024 con una contracción del PIB del -2.00%. Como se indicó anteriormente, esta caída es resultado de varios sucesos negativos que se materializaron durante el año 2024 como son: la inseguridad, el cierre progresivo de los pozos petroleros del Bloque ITT, los cortes de luz del último trimestre del año y la incertidumbre política antes de las elecciones presidenciales. En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento real y esperado de las principales variables macroeconómicas, tomados de las cuentas trimestrales y previsiones del BCE.

Indicador	2022	2023 (p)	2024 (p)	2025 (proy)
Producto Interno Bruto (PIB)	5.90%	2.00%	-2.00%	2.80%
Exportaciones	7.85%	0.82%	1.79%	2.00%
Importaciones	9.55%	0.62%	1.66%	1.30%
Consumo final Gobierno	1.39%	1.72%	-1.22%	1.70%
Consumo final Hogares	6.00%	4.21%	-1.29%	2.70%
Formación Bruta de Capital Fijo	9.19%	0.22%	-3.80%	2.50%

Fuente: BCE  
Elaboración: BWR

A continuación, se muestra la evolución de la Reserva Internacional manejada por el Banco Central del Ecuador, según la política del gobierno de turno. Podemos mencionar que las reservas actualmente se han recuperado y presentan niveles superiores a los observados antes de la pandemia, debido a varios factores como son la recuperación del financiamiento del exterior, un flujo neto positivo de capitales del sector privado y un saldo neto positivo en las bóvedas del Banco Central (por el mayor uso de medios de pago electrónico por parte de la población).

**Gráfico 1**



Fuente: BCE  
Elaboración: BWR

### Mercado de Fondos Cotizados

A la fecha de corte, en el mercado ecuatoriano existen únicamente dos fondos cotizados: El presente fondo, destinado a la inversión en valores inscritos en el Catastro Público de Mercado de Valores, y un nuevo fondo de la administradora Smartfondos, el cual empezó a operar en mar-25. Por esto, los fondos cotizados son un producto que se encuentra aún en desarrollo.

Un ETF (siglas en inglés de Exchange Traded Fund) o fondo cotizado en bolsa es un fondo de inversión cerrado cuyas cuotas de participación se pueden negociar en una bolsa de valores y que, en Ecuador, únicamente pueden invertir en valores bursátiles.

Los ETFs nacieron en 1989 en Estados Unidos con el Fondo SPY de Standard & Poor's, el cual replica el índice S&P 500. Desde entonces, se han expandido a nivel mundial, democratizando la inversión y ofreciendo acceso a una amplia gama de activos a bajo costo. Existen diferentes tipos de ETFs, pero en el caso del Fondo FIDUCIA ETF, este no intentará replicar índice alguno, pero sí buscará superar la rentabilidad de su *benchmark*, como se explica en secciones posteriores, mediante la inversión directa en activos financieros de renta fija. Las utilidades provendrán de los rendimientos de los activos en los que invierta el Fondo y de la administración de sus activos.

### Administración del Fondo

#### Perfil operativo y financiero

El Fondo Fiducia ETF 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.

<sup>9</sup>[https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/ix\\_cuentasnacionalestrimestrales.html](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/ix_cuentasnacionalestrimestrales.html)



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 mar-2025, Fiducia administra 8 fondos de inversión administrados y 3 fondos colectivos y 1 fondo cotizado. A la fecha de corte, cuenta con un patrimonio neto de USD 15.68MM y administra recursos de terceros por un valor de USD 3,332.17MM. La Administradora presenta utilidades recurrentes, con un valor de USD 1,256.28Mil a dic-24 y USD 1,015.16Mil a la fecha de corte. En función de estas cifras, se aprecia que la Administradora es rentable y solvente. 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 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. Además, constantemente hacen capacitaciones sobre diferentes temáticas para su personal. También se aprecia una baja rotación del personal clave para la administración del fondo.

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 infraestructura de procesamiento, almacenamiento y seguridad se encuentra centralizada y gestionada en el Data Center de un proveedor líder de infraestructura digital y tecnología en América, con presencia en 20 países, que ofrece soluciones integrales de redes de fibra, conectividad, colocación, nube, comunicación y colaboración para empresas. FIDUCIA mantiene un contrato de servicios gestionados para hosting y housing que incluye copias de seguridad y recuperación de datos para la plataforma productiva.

La fiduciaria cuenta con las medidas tecnológicas necesarias para la protección de sus servidores y de la información, como el uso de VPN, firewalls, MPLS, antispam, antivirus, protección contra intrusiones, escaneo de vulnerabilidades, así como respaldos diarios, semanales, mensuales y anuales entre otras.

Adicionalmente, Fiducia dispone de un Plan de Contingencia actualizado, para evitar que las operaciones normales dentro de la empresa se vean afectadas por imprevistos. En caso de algún incidente con su servidor, lo podrían restaurar aproximadamente en 3 horas.

La fiduciaria utiliza para el procesamiento de los datos, un sistema centralizado y especializado en controlar la administración contable y operativa de fideicomisos y fondos, mediante la cual se gestionan la mayoría de sus operaciones. Este sistema está conformado por diversos módulos intercomunicados entre sí, que permiten compartir información y evitan redundancias en los datos. A través de este se puede gestionar de forma independiente cada fondo y fideicomiso, manejar las cuentas bancarias, y hacer un adecuado seguimiento de pagos, cobros y anulaciones.

Para la gestión de los procesos del negocio e internos, la empresa cuenta con la plataforma para gestión de procesos (BPM) que le 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 disponible a terceros, sobre los fondos de inversión administrados y una aplicación móvil que permite al cliente mantenerse informado y autogestionar sus fondos.

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 toda la normativa vigente 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

El reglamento interno del Fondo establece las políticas de inversión del fondo. La administradora de Fondos cuenta con el Comité de Inversiones, el cual se reúne mensualmente para monitoreo y supervisión del cumplimiento de las políticas definidas. Este órgano se encuentra conformado por cinco miembros principales y cinco suplentes. Los miembros principales son: la Directora Jurídica, la Gerente de Negocios, la Gerente de Tesorería, el Gerente de Finanzas Corporativas y el Gerente de Fondos de Inversión.

El Comité de Inversiones analiza 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 sobre los riesgos y características de cada oportunidad de inversión, y aprobados por 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 General, Gerente de Negocios, el Gerente de Riesgos, el Gerente de Fondos de Inversión, el Gerente de Finanzas Corporativas, la Gerente de Tesorería y el Analista de Riesgos.

La Comisión revisa el análisis y las propuestas presentadas sobre cupos por emisor, emisión o sector, realizadas Tesorería, en el marco de la

estrategia del portafolio y las políticas vigentes. La Comisión toma una decisión con base en el voto favorable de al menos 4 de sus miembros.

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.

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, análisis como el de tasas de interés de mercado, son revisados con una periodicidad semanal y mensual.

### Análisis de principales riesgos y mitigantes

#### Política de inversión

Las inversiones que realice el fondo solo se podrán dar en la compra de valores inscritos en el Catastro Público de Mercado de Valores permitidos por la ley de mercado de valores para los fondos cotizados. Estas estarán delimitadas por las políticas del fondo definidas por el Reglamento Interno del Fondo.

Las inversiones que mantendrá el Fondo deben cumplir con las siguientes condiciones:

- Que la fecha máxima de vencimiento de los valores a adquirir no sea, en ningún caso, superior al plazo de vigencia del fondo.
- Que al menos el 75% de los valores a ser adquiridos por el fondo, cuenten con una calificación de riesgos AAA- o superior.
- Que ningún valor a adquirirse por el fondo tenga una calificación de riesgos inferior a AA+.
- Que el Fondo no podrá invertir en acciones o participaciones de compañías locales o internacionales.
- La concentración máxima por emisor será el límite legal, actualmente de 20%.

El Administrador podrá depositar los dineros recibidos para integrar el fondo en cuentas corrientes o de ahorros abiertas en instituciones financieras legalmente autorizadas para tal efecto.

El Administrador realiza un análisis cuantitativo y cualitativo del emisor a través de la recopilación de información primaria y secundaria, enfocada principalmente en el análisis de capacidad de pago

del emisor y de su capacidad de honrar sus obligaciones financieras.

No existe un máximo de participación por inversionista, debido a que no se realizan rescates en un fondo cotizado. El monto mínimo de inversión de un inversionista será de USD 1,00.

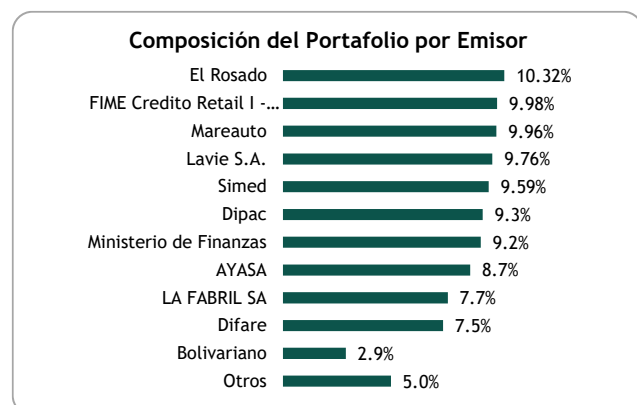
El cumplimiento de estas políticas por parte del Administrador será supervisado por el Comité de Vigilancia así como por la Superintendencia de Compañías en sus revisiones periódicas. A la fecha de corte, todas estas políticas y límites se cumplen.

### Riesgo de crédito

Durante el horizonte de vigencia del Fondo, existe el riesgo de que los emisores que forman parte del portafolio del Fondo no cumplan con sus obligaciones. Por un lado, este riesgo se ve mitigado por la alta calidad de los activos exigida en el reglamento del Fondo, así como su elevada participación (al menos un 75% de valores con calificación AAA- o superior) requerida dentro del mismo.

Este riesgo también se ve mitigado por las políticas de concentración por emisor. En el caso de las instituciones financieras, se ha definido que la concentración máxima por emisor será el límite legal, el cual actualmente es del 20% del activo total del fondo. Por otro lado, el Comité de Inversiones ha impuesto un límite del 10% sobre el patrimonio neto para emisores del sector no financiero, límite que podrá ser superado en caso de que tras una evaluación el Comité lo apruebe. Solo 1 emisor representa más del 10% del patrimonio neto (10.31%), con la aprobación del comité de inversiones.

**Gráfico 2**



Fuente: Fiducia  
 Elaboración: BWR

A mar-2025, el Índice Herfindahl, que mide la concentración por emisor, se ubica en 8.74%. Este indicador refleja una concentración por emisor moderada-baja.

### Riesgo de mercado

Durante los 6 años de duración prevista del fondo, existe un riesgo derivado de la variabilidad en el precio de los activos financieros adquiridos. Este riesgo puede surgir debido a cambios en las tasas de interés del mercado, entre otros factores. Dado que en la política de inversión no se permite comprar valores que tengan un plazo de vencimiento mayor al del fondo, en la gran mayoría de los casos, el precio de los activos que forman parte del portafolio del Fondo será irrelevante.

El riesgo de mercado podría tener más relevancia en caso de que se dé una liquidación anticipada del fondo. Este riesgo también se ve mitigado por el largo horizonte de inversión, el cual permite al inversionista beneficiarse de los flujos positivos generados por las utilidades del fondo a lo largo del tiempo. Aunque puedan darse escenarios de disminución en los precios de los activos financieros, la rentabilidad acumulada tendrá cierto rango de variabilidad en el precio, pero se espera que se mantenga positiva.

Para reducir este riesgo, el administrador del fondo lleva a cabo un monitoreo constante de la sensibilidad del precio de los activos ante cambios en las tasas de interés, utilizando herramientas como la duración modificada del portafolio. Además, como parte de la gestión del fondo, se analizan de manera continua las tasas activas y pasivas del mercado, las operaciones bursátiles, el seguimiento diario a los precios de los títulos valores, y otros indicadores económicos relevantes que influyen en las tasas de interés del país.

Por último, es importante indicar que el inversionista estará sujeto a las fluctuaciones en el valor de la cuota en el mercado de valores, situación que dependerá del valor patrimonial de la cuota, y por otro de la oferta y la demanda existente en cada momento. La calificación de riesgo evalúa el riesgo del inversionista desde la adquisición de la cuota en colocación primaria hasta la liquidación del fondo, por lo cual el riesgo de mercado o liquidez de las cuotas en el mercado no se encuentra dentro del alcance de esta. Es decir, para un inversionista que no mantiene sus cuotas de participación hasta el vencimiento, sí podría existir un riesgo de mercado, pero en este caso, el fondo no tiene la potestad de mitigar este riesgo más que advertir sobre la existencia del mismo.

### Riesgo de liquidez

Como se establece en el reglamento, este riesgo se refiere a la posible incapacidad del fondo para distribuir los beneficios o recursos financieros a sus inversionistas debido a la falta de liquidez. Esta situación podría ser causada por varios factores,



incluida la imposibilidad de vender los activos del fondo.

En el caso del Fondo Fiducia ETF, este riesgo se ve mitigado totalmente ya que, al ser un fondo cotizado, no se prevén rescates de los inversionistas hasta su liquidación. Además, el límite de plazo de vencimiento máximo de los títulos valores permite calzar la recuperación de las inversiones de títulos valores con el plazo de vigencia del fondo.

#### Otros riesgos

No existe un riesgo de tipo de cambio ya que el fondo solo puede invertir en títulos valores nacionales en dólares.

Respecto a los gastos operativos del fondo, se espera que se mantengan estables debido a que en su mayoría están predefinidos. El gasto operativo más relevante corresponde a los honorarios de la Fiduciaria, los cuales se detallan en el reglamento interno y corresponden a un porcentaje anual máximo del 1.5% sobre el patrimonio del fondo, calculado día a día.

El fondo no tiene la potestad de endeudarse, lo cual es positivo ya que en el caso de que el apalancamiento hubiera sido factible, el fondo hubiera sido mucho más sensible a los riesgos de mercado, de liquidez y crediticio.

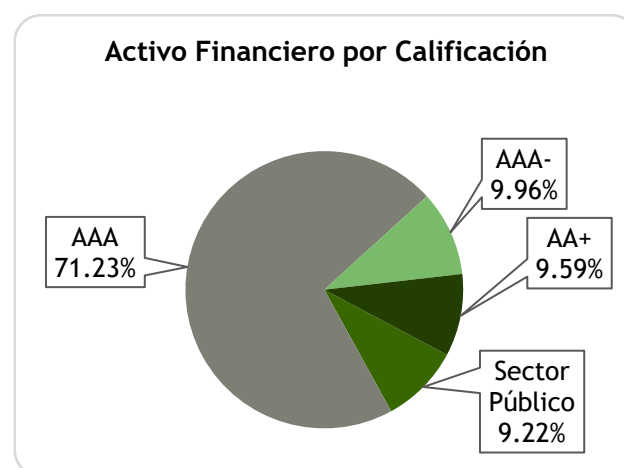
En cuanto al riesgo operativo del Administrador, Fiducia S.A. posee un departamento de auditoría interna, que realiza revisiones e informes regulares. La evaluación de la gestión de riesgos por parte de la administración se realiza mediante la revisión de los procesos de la Administradora y sus diferentes líneas de negocio (fondos de inversión y negocios fiduciarios). Esto se lleva a cabo en base a un plan anual de auditoría basado en riesgos (ABR), donde se emite un informe por cada auditoría practicada y se informa trimestralmente al Comité de Auditoría sobre los principales hallazgos. Además, se realiza una revisión y actualización anual de la Matriz General de Riesgos de la Administradora y sus líneas de negocio.

Con respecto a los recursos líquidos del Fondo, estos estarán expuestos al riesgo crediticio de las instituciones financieras donde los depositen. Este riesgo se considera bajo ya que se encuentra mitigado por las políticas de colocación de estos recursos, los cuales deben depositarse en instituciones financieras con una calificación de AAA- o superior.

### Alta calidad de la distribución esperada de calificaciones de las inversiones del fondo

En cuanto a la calidad crediticia de los títulos en los que espera invertir el Fondo, se espera que el activo financiero del fondo esté repartido tanto en títulos del sector real como del sector bancario, con una distribución de calificaciones de riesgo que privilegie las calificaciones AAA- y AAA, ya que el Reglamento establece para el portafolio un mínimo del 75% de inversiones en títulos con una calificación de AAA- o superior.

Gráfico 3



Fuente: Fiducia  
Elaboración: BWR

A la fecha de corte, el 80.45% de las inversiones del Fondo se encuentran en títulos con una calificación de AAA o de riesgo soberano, lo que evidencia una excelente calidad crediticia. Cabe recalcar que en el caso de fondos disponibles y títulos genéricos de instituciones financieras calificadas por BankWatch Ratings, la calificadoradora realiza un análisis adicional para determinar el riesgo crediticio de corto plazo, que puede ser mejor a su calificación global pública de largo plazo.

El fondo podrá emitir cuotas de participación por hasta USD 30 millones, aunque es probable que su crecimiento sea paulatino dentro del plazo de oferta pública y, de ser el caso, su prórroga.

#### Análisis benchmark

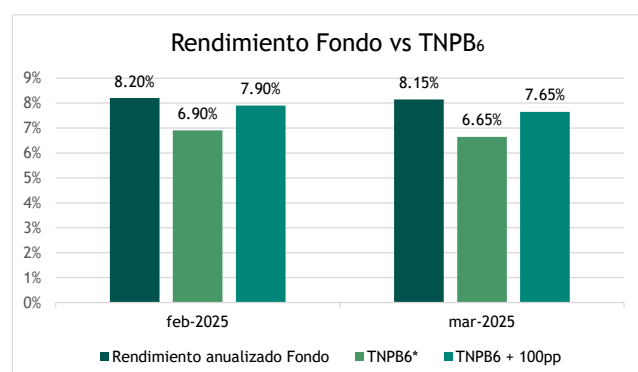
Mediante la gestión activa del fondo, el administrador buscará que el rendimiento anualizado para cada mes supere la Tasa Nominal Pasiva de los bancos privados del Ecuador (TNPB), promedio de los últimos seis meses (TNPB<sub>6m</sub>), más, al menos, 100 puntos básicos. La TNPB es publicada

mensualmente por el Banco Central del Ecuador en el Reporte de Tasas Pasivas del Sistema Financiero.

Tras un análisis de las tasas de rendimiento promedio<sup>10</sup> de las obligaciones, los papeles comerciales y los bonos del Estado (posibles títulos que puede adquirir el fondo) que se transan en el mercado bursátil ecuatoriano, con una calificación igual o mayor a AA+, se llegó a la conclusión de que es coherente buscar un rendimiento mínimo de 100pp mayor a la TNPB<sub>6m</sub>.

Además, los rendimientos anualizados de los 3 meses de vida del fondo son en promedio de 8.18%, y la TNPB<sub>6m</sub> a mar-2025 es de 6.42%, por lo que se evidencia que a la fecha de corte el fondo cumple con el benchmark propuesto.

Gráfico 4



\*La TNPB<sub>6</sub> corresponde al promedio de los últimos 6 meses de las tasas nominales pasivas, de los depósitos a plazo de los bancos privados.

Fuente: Fiducia y Reporte Interactivo Mensual BCE

Elaboración: BWR

### Portafolio y escenarios de estrés

Para evaluar el posible impacto de shocks sobre el capital del inversionista, se realizaron pruebas de estrés que simulan escenarios con tasas de incumplimiento de hasta un 25% en distintos momentos del período de inversión, aplicadas sobre el valor de las cuotas colocadas. En la siguiente tabla se puede apreciar la TIR esperada para diferentes escenarios de estrés, al proyectar un shock en un plazo de 24 meses. Como estrés adicional se ha incluido una caída en las tasas de interés del mercado para proyectar la reinversión al momento que se recupere el capital que se encuentra actualmente invertido.

% de default del valor total colocado (mes 24)	TIR
0.00%	7.73%
5.00%	6.79%
10.00%	5.87%
15.00%	4.98%
20.00%	4.10%
25.00%	3.24%

Los resultados indican que, con el horizonte de inversión del fondo y la capacidad de absorción de pérdidas en el tiempo gracias a los flujos generados durante la vida este, en ninguno de estos escenarios se ve comprometida la preservación del capital del inversionista, siempre y cuando se mantenga la inversión hasta el vencimiento. Incluso con un escenario de default esperado del 25%, se espera que el Fondo se mantenga rentable. Se evidencia una alta capacidad para soportar escenarios ácidos y para conservar el capital de los tenedores de cuotas de participación dentro del horizonte de inversión. Adicionalmente, cabe recalcar que la probabilidad de ocurrencia de un evento de shock se considera muy baja, dada la alta calidad crediticia de los activos en la cartera.

### Opinión sobre los riesgos legales del fondo

Hemos recibido una opinión legal independiente de que la escritura pública de constitución del Fondo de Inversión Cotizado Fiducia ETF, así como su Reglamento que forma parte de la escritura, cumplen con todos los requisitos de fondo y forma establecidos por los artículos 76 literal c), 78 y 79 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero); así como las disposiciones contenidas en la Sección I: Constitución y Autorización de los Fondos de Inversión del Capítulo II: Fondos de Inversión del Título XII: Inversionistas Institucionales de la Codificación de Resoluciones de la Junta de Política y Regulación Financiera.

Cabe indicar que el Administrador podrá realizar reformas al reglamento interno del Fondo, previa recomendación del Comité de Inversiones. Dichas reformas deberán notificarse a los inversionistas antes de que entren en vigor. Los inversionistas dispondrán del término previsto en la Ley, para presentar su oposición a las reformas planteadas. Si los disconformes representaren más del 50% de las cuotas colocadas, el Administrador no podrá reformar el reglamento. Vencido dicho plazo y de no haber objeción de más del 50%, se entenderá que

<sup>10</sup> Promedio de los últimos 6 meses del promedio ponderado de las tasas de rendimiento de las obligaciones, los papeles comerciales y los bonos del estado. (Promedio 6m)



los inversionistas han aceptado las modificaciones, por lo que estas entrarán en vigor una vez que sean aprobadas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros e inscritas en el Catastro Público de Mercado de Valores.

### **Descripción de la Estructura operativa del Fondo**

En el reglamento interno se pueden identificar algunas etapas por las que pasará el Fondo.

La primera comprende varias actividades, entre las que se encuentran la emisión y venta de las cuotas de participación, la convocatoria de la primera Asamblea ordinaria y la conformación del comité de vigilancia. La colocación primaria de las cuotas que emita el fondo se realizará a través de oferta pública y de las casas de valores. La venta de las cuotas se realizará solamente una vez que el fondo se haya inscrito en el Catastro Público de Mercado de Valores. Para la colocación de las cuotas no se prevé contar con agentes distribuidores. Las cuotas serán libremente negociables por los inversionistas en el mercado secundario bursátil.

La primera asamblea ordinaria deberá ser convocada por el administrador dentro de los 6 meses posteriores a la venta de la primera cuota, con el objeto de elegir a los miembros del comité de vigilancia del fondo, que reemplacen a los miembros provisionales que hubiesen sido designados por el administrador.

Tras la inscripción del Fondo en el Catastro Público de Mercado de Valores, su plazo de vigencia será de 6 años. Durante esta etapa el tipo de gestión del fondo será activa, es decir que, el administrador buscará que el rendimiento anualizado para cada mes supere la tasa nominal pasiva bancaria promedio de los últimos 6 meses publicada mensualmente por el Banco Central del Ecuador, más, al menos, 100 puntos básicos. Durante el plazo de vigencia del fondo y hasta la Fecha de Inicio de Terminación, los beneficios del fondo serán repartidos entre todos los inversionistas de manera anual, dentro de los primeros 30 días hábiles de cada año calendario y en proporción a las cuotas de participación de propiedad de cada inversionista.

Finalmente, a partir del primer día del último año de vigencia del fondo o en el que se produzca cualquiera de las causales de terminación anticipada, el administrador iniciará el proceso de liquidación de los valores de propiedad del fondo. Los beneficios del fondo deberán ser distribuidos entre los inversionistas, en proporción a las cuotas

que cada uno tenga dentro del fondo, en la forma y periodicidad determinada por el comité de inversiones, pudiendo dicha periodicidad ser trimestral o menor, después de haberse cubierto todos los costos y gastos.

### **Comité de Inversiones**

Es el órgano de administración nombrado por el Administrador de conformidad con la ley, compuesto por cinco miembros principales y sus respectivos suplentes, de reconocida experiencia en el sector financiero y bursátil que tiene por objeto la definición de políticas de inversión de los fondos de inversión y la supervisión directa del cumplimiento de sus disposiciones. También tiene bajo su responsabilidad nombrar a los miembros de la Comisión de Inversiones,

Este comité aprobará las inversiones que realizará el fondo, supervisará el cumplimiento de las políticas de inversión y definirá las políticas de liquidación del fondo, en concordancia con las limitaciones del reglamento.

El Comité de Inversiones podrá recomendar al Administrador, en cualquier momento, modificar las disposiciones contenidas en el reglamento. El Administrador podrá efectuar los cambios si cuenta con la aprobación de la SCVS y de al menos el 50% de los inversionistas del Fondo.

Por último, los miembros del comité de inversiones serán solidariamente responsables por los perjuicios que pudiere ocasionar a los inversionistas por el incumplimiento de las disposiciones legales o reglamentarias.

### **Comité de Vigilancia**

Este comité estará integrado por 3 miembros elegidos por la asamblea entre los inversionistas no relacionados al Administrador, quienes durarán 1 año en sus cargos, pudiendo ser reelegidos de manera indefinida. Su principal atribución será comprobar que el Administrador cumpla en relación con el Fondo lo dispuesto en la ley, normas complementarias y el reglamento interno del fondo, y podrá convocar a asamblea extraordinaria cuando lo considere necesario. También deberá verificar que la información de los inversionistas sea veraz. Este comité deberá informar a la asamblea de inversionistas sobre su labor y conclusiones obtenidas y en el caso de que detecten el incumplimiento de las normas también deberán informar a la SCVS.

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 2025.