

Ecuador

Fondo Administrado Real

Calificación

Calif. actual

AA+ / V3

“AA+”: Muy buena calidad promedio de los activos del portafolio.

“V3”: Riesgo de mercado moderado

El signo incorporado en la calificación indica la posición relativa dentro de la misma categoría.

Estadísticas del Fondo

Total Activos (USD M)	24,311
Total Patrimonio (USD M)	24,171
No. Partícipes	291
Duración promedio (6 meses)	193 días
WAM promedio (6 meses)	361 días
% Inversiones en otras monedas	0%
Volatilidad Promedio (*)	0.71%
Rentabilidad Promedio (*)	4.77%
Coef. Variación* (σ /Rentab. Prom.)	14.82%

* Promedio de últimos doce meses

Administradora del Fondo:
 FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos

Contactos:

Patricio Baus
 (5932) 292 2426 ext. 114
pbaus@bwratings.com

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

Fundamento de la calificación

Calificación dinámica: La calificación puede variar de forma rápida en función de los cambios en las políticas del Fondo, y la composición del portafolio. El presente informe de calificación se basa en la situación del Fondo Real al 31 de mayo de 2014.

Muy buena calidad crediticia del portafolio de inversiones: más del 95% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación AA o superior. Se espera que hasta octubre-2014 la participación de títulos de renta fija no calificados, que actualmente representan 1.6% del portafolio administrado, desaparezca, en función de la política actual y su vencimiento contractual.

Riesgo de mercado moderado: La Calificación de Volatilidad del Fondo Real recoge el criterio de la Calificadora respecto a una moderada exposición del Fondo a factores de riesgo que pueden generar volatilidad en la rentabilidad del portafolio. Los principales factores analizados son la sensibilidad a la tasa de interés del portafolio, 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 y la concentración de sus partícipes.

Riesgo Moderado de tasa de interés y riesgo spread: Consideramos que el Fondo mantiene un riesgo moderado de tasa de interés y riesgo spread. Mientras que la porción invertida en el sector financiero se concentra en el corto plazo, la porción restante del portafolio se encuentra invertida principalmente en títulos de tasa fija y vencimiento en el largo plazo.

Descalce elevado de plazos y elevada concentración de partícipes mitigados por liquidez adecuada: Los aportes del Fondo se encuentran concentrados en pocos partícipes. Si bien el plazo promedio ponderado del portafolio es elevado frente al perfil del Fondo, el hecho de que la liquidez del Fondo cubra la volatilidad histórica de los rescates reduce la probabilidad de que se requiera vender parte del portafolio.

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 se desvíe de las mismas en relación a la calificación mínima de sus inversiones.

La calificación de Volatilidad del Fondo Real podría mejorar o empeorar en la medida que el plazo promedio ponderado del portafolio, la duración modificada y el riesgo de spread crediticio se reduzcan o incrementen. Adicionalmente, una reducción importante de la liquidez de corto plazo podría afectar la calificación.

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 disponible públicamente, 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 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.

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 o a las presiones regulatorias, pero los detalles específicos sobre el acontecimiento y su efecto no se conocerán hasta que el evento haya sido anunciado o consumado, y es recién entonces que se podrá investigar el efecto que tendrá sobre la calificación.

Perfil

Fondo de Corto Plazo con orientación empresarial

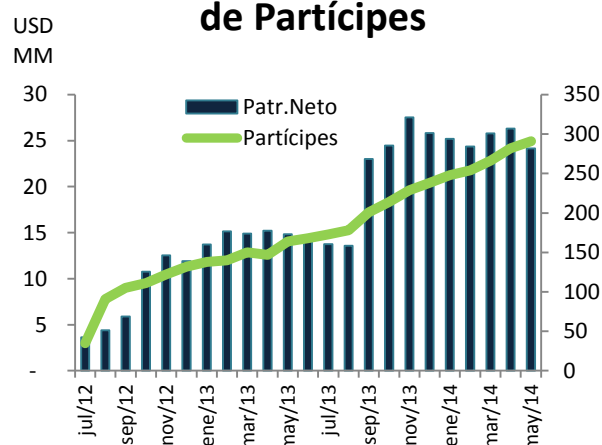
El Fondo Real es un fondo administrado constituido en Ecuador, dirigido a inversionistas con excedentes de liquidez de corto plazo (entre cuatro y 30 días.) Sus principales características se resumen a continuación:

Características Principales

Tipo de Fondo	Mixto
Monto inicial de inversión	USD 1,000
Plazo mínimo permanencia	4 días hábiles
Días mínimos de preaviso rescate	3 días hábiles
Orientación	Empresarial
Custodios	Produbanco, Decevale, BCE

Si bien el Fondo se encuentra abierto al ingreso de personas naturales, la estrategia comercial se orienta principalmente hacia el segmento empresarial, lo cual facilita los esfuerzos de crecimiento aunque también genera una mayor concentración de partícipes mientras se expande.

Patrimonio Neto y Número de Partícipes



Antecedentes del Fondo

El fondo fue creado en 1995 por la Administradora de Fondos del Pichincha Fondospichincha S.A., que hasta julio-2012 formó parte del Grupo Pichincha, y que posteriormente fue comprada por los accionistas de FIDEVAL, actual administradora del fondo.

Antes de ejecutarse la venta, el Grupo Pichincha gestionó el traspaso de los inversionistas del Fondo Real hacia otros productos financieros, por lo que el patrimonio neto del fondo se redujo de USD 101mm (agosto-2011) a 3.6mm (julio-2012). El 3 de julio del 2013 se realiza la sustitución fiduciaria de los tres fondos existentes en ese momento, entre los que se encuentra el Fondo Real.

En noviembre-2013 se formaliza la fusión de las dos administradoras. Cabe indicar que Fideval mantuvo el personal y la infraestructura tecnológica de

Fondospichincha, aprovechando así la experiencia acumulada que tenía la empresa absorbida en esta área.

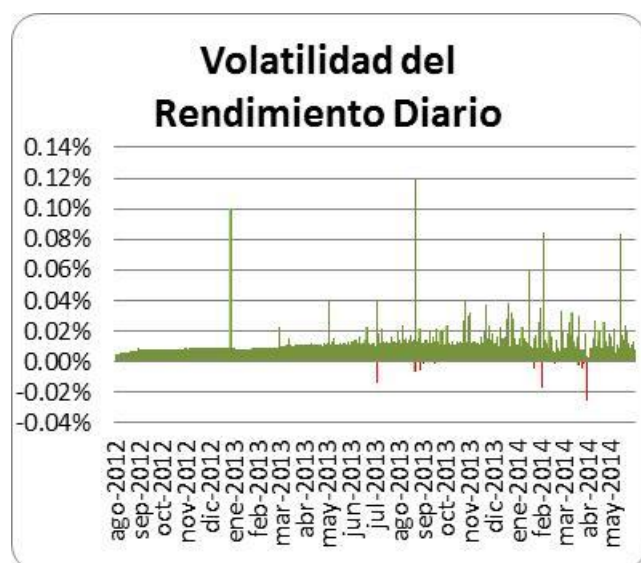
Desempeño Histórico del Fondo Real

Volatilidad Promedio (*)	0.71%
Rentabilidad Promedio (*)	4.77%
Coef. Variación* (σ /Rentab. Prom.)	14.82%

* Promedio de últimos 12 meses.

En los últimos 12 meses el Fondo Real muestra un rendimiento promedio mensual anualizado de 4.77% y una desviación estándar de 0.71% anual, que se considera moderada. La rentabilidad mensual anualizada ha fluctuado en dicho período entre 3.31% y 5.98%.

Únicamente se aprecian 12 días donde el valor de la unidad disminuyó, situación que se atribuye principalmente a la valoración diaria del portafolio. Dichas reducciones fueron compensadas ampliamente con la rentabilidad de los días subsiguientes, por lo que en todos los meses analizados la rentabilidad mensual es positiva.



Principales políticas de administración

El reglamento interno del Fondo Real es bastante amplio, en el sentido que le permite invertir en todo tipo de valores locales inscritos en el Registro del Mercado de Valores, así como en valores del extranjero que se transen en bolsas de valores internacionales. También permite que se realicen inversiones en otras monedas. Por otro lado, la política aprobada por el Comité de Inversiones delimita de mejor manera la administración de los fondos de inversión manejados por Fideval.

Los principales límites definidos se resumen a continuación:

Principales límites de inversión

Calificación mínima de emisiones de deuda del sector real y titularizaciones locales	AA
Calificación mínima de inversiones en instituciones financieras	A
Calificación mínima de emisiones de entidades del exterior	AA o A1-P1
Límite de concentración por partícipe	12%
Concentración máxima en un emisor del sistema financiero	15%
Concentración máxima en un emisor del sector real	5%
Límite máximo de renta variable	0.8%*
Límite máximo de reportos bursátiles	1.6%*

* Límites ajustados a la exposición actual

Hasta abril-2014 el Fondo mantenía una política de inversión en renta variable de hasta 2% de su patrimonio neto. En mayo-2014 el Comité de Inversiones decide que no se podrán realizar nuevas inversiones en renta variable, por lo que se espera que estos instrumentos mantengan una participación menor al 1% del portafolio en el futuro.

De forma similar, en el mismo mes el Comité definió que no se realicen más inversiones en reportos bursátiles, por lo que en función de sus vencimientos estos deberían desaparecer del portafolio hasta octubre-2014.

Con respecto al manejo de liquidez del Fondo Real, el Comité de Inversiones ha dispuesto que el 30% del patrimonio debe permanecer en títulos con un plazo máximo de 30 días, con vencimientos escalonados que representen diariamente 1.5% del patrimonio.

La administración del fondo mantiene relaciones con varias instituciones financieras, que se espera que, de requerirse, faciliten la venta en el mercado secundario de parte de su portafolio, bajo un escenario normal de mercado.

La Tesorería de Fideval es la responsable de la gestión del portafolio de inversiones dentro los cupos asignados y políticas establecidas. Adicionalmente, por ser sus principales partícipes personas jurídicas, la Tesorería privilegia el contacto continuo con el cliente para mejorar la planificación de los requerimientos de liquidez del fondo.

Cabe indicar que el fondo no mantiene una política definida respecto al plazo máximo de las emisiones que compra ni en relación a la duración promedio

del portafolio, aunque la política de liquidez antes nombrada determina que una porción importante del portafolio se encuentre invertida en el corto plazo.

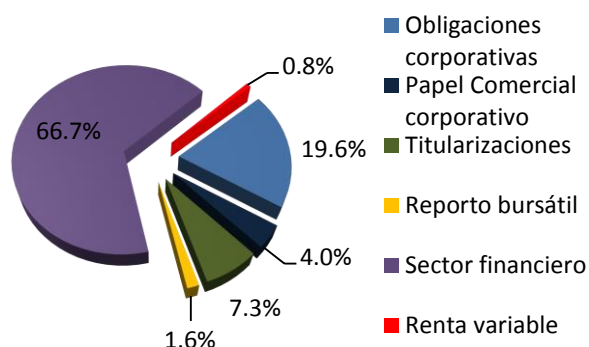
Composición del Portafolio

Desde julio de 2012 a enero del 2013, mientras se definían las nuevas directrices de administración del Fondo, la cartera se concentró en instrumentos bancarios de corto plazo. A partir de febrero del mismo año el Fondo Real empieza a reflejar paulatinamente las nuevas estrategias establecidas.

El fondo históricamente ha invertido casi todos sus recursos en títulos de deuda. A la fecha de corte, únicamente el 0.8% del portafolio está invertido en certificados de participación de Mutualista Pichincha, que son títulos de renta variable. Estos se encuentran registrados a su valor de compra.

El Fondo tiene como mercado de inversión objetivo tanto el mercado financiero como el sector real de la economía. No existen posiciones en monedas distintas al dólar americano puesto que el 100% se encuentra en emisiones locales.

Composición del Portafolio por Tipo de Instrumentos



Los títulos del sector financiero (principalmente depósitos a plazo y papel comercial) concentran más de la mitad del portafolio y son la principal fuente de liquidez del Fondo. Estas inversiones se encuentran moderadamente diversificadas en 12 instituciones financieras. El 63.2% vence en tres meses o menos, y el 36.8% restante tiene plazos por vencer menores a un año.

Las obligaciones corporativas muestran mayor diversificación, como reflejo de la política establecida para este segmento que limita la participación de un emisor a 5% del patrimonio neto. Esta porción del portafolio se encuentra

primordialmente invertida a mediano y largo plazo y, en conjunto con las titularizaciones, impulsan la rentabilidad del fondo Real.

Finalmente, el fondo mantiene un 1.6% de su portafolio invertido en reportos bursátiles, porcentaje que, en función de la reforma a la política de inversiones efectuada en mayo-2014 y de su perfil de vencimientos, debería desaparecer en los próximos cinco meses. Estas son operaciones de corto plazo (a 180 días o menos), que son emitidas por distintas casas de valores y que en el caso de Fideval, se encuentran garantizadas por acciones de Corporación Favorita.

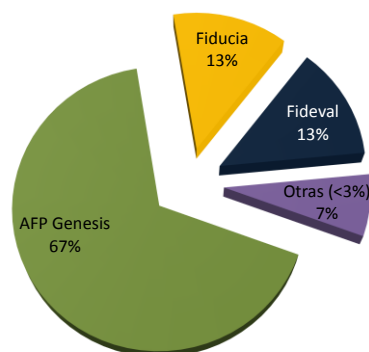
Mercado de Fondos de Inversión administrados

A partir de julio 2011 y hasta julio 2012 el patrimonio administrado de la industria fondos de inversión se contrajo de forma importante como consecuencia de la resolución JB-2011-1973 del 29 de julio 2011, que exigió a las instituciones del sistema financiero privado enajenar hasta el 12 de julio 2012, acciones y participaciones en empresas ajenas a la actividad financiera, incluyendo compañías administradoras de fondos y fideicomisos.

El patrimonio neto de los fondos de inversión ecuatorianos, que llegaba a USD 619mm en 2010, se redujo a USD 467mm a diciembre 2011 y a USD 175 a diciembre 2012, para volver a crecer en 2013 a USD 224mm.

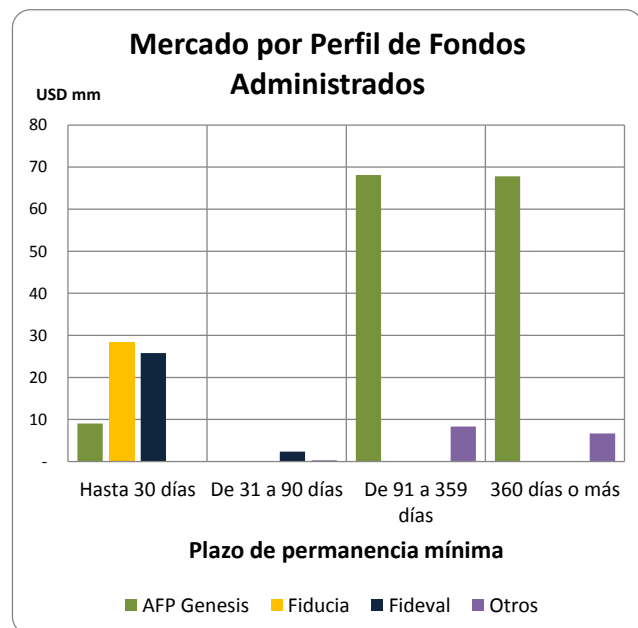
De acuerdo a información publicada por la Superintendencia de Compañías, el patrimonio neto agregado de los 15 fondos administrados locales que se encuentran activos llegaría a cerca de USD 217mm a marzo-2014, con la participación de siete fiduciarias.

Patrimonio neto administrado de fondos de inversión



AFP Genesis mantiene el liderazgo en el mercado, con la mayoría de sus fondos enfocados hacia ahorro de mediano y largo plazo.

Las Administradoras Fideval y Fiducia se han enfocado en la gestión de fondos de ahorro de corto plazo, donde mantienen participaciones similares. En este segmento, hay cuatro fondos, de los cuales dos los gestiona Fiducia, dos AFP Genesis y uno Fideval.



Adicionalmente, Fideval compete en el segmento de mediano plazo (31 a 90 días) con el fondo Fixed 90, inscrito en el Registro de Mercado de Valores en diciembre de 2013.

En nuestro criterio, el mercado de fondos de inversión presenta perspectivas de crecimiento positivas, puesto que el tamaño del mercado se encuentra muy por debajo del monto alcanzado en el 2010 y el rendimiento esperado es interesante respecto a productos del mismo plazo ofrecidos por el sistema bancario. El mercado presenta menores barreras de entrada ya que las administradoras ya no deben competir con la red comercial de los grupos financieros para la venta de sus fondos administrados.

Administración

FIDEVAL S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos (Fideval en adelante) es la responsable de la administración del Fondo Real. La Fiduciaria se constituye en 1994 como casa de valores y en 1998 cambia su nombre y objeto social al actual. El 11 de julio de 2005 se autoriza su participación en procesos de titularización y el 18 de enero de 2013 se la autoriza para administrar fondos de inversión.

Después de analizar la experiencia e historial de la administradora y del equipo de inversión en la administración de fondos; la calidad y estabilidad de los procesos de selección y monitoreo crediticio; la infraestructura tecnológica y los controles internos, se concluye que Fideval está calificado para administrar el fondo Real.

Experiencia en la administración de fondos

A través de la compra de Fondospichincha y posterior fusión por absorción de dicha empresa, Fideval hereda la administración, tanto del fondo Real como de los fondos en liquidación Porvenir y Dinámico. El fondo Porvenir se liquidó voluntariamente y el fondo Dinámico se encuentra en el mismo proceso. En el caso de Fondo Real, Fideval decidió mantenerlo e impulsarlo.

Además de los fondos nombrados anteriormente, Fideval crea en diciembre-2013 uno denominado *Fixed 90*, que tiene un perfil de estabilidad de inversión mayor (90 días, tiempo mínimo de preaviso de 15 días laborables).

Si bien Fideval no había administrado anteriormente fondos de inversión, la empresa conservó la mayoría del personal de Fondospichincha y mantuvo la infraestructura tecnológica necesaria para este negocio. La fiduciaria absorbida había manejado fondos de inversión desde 1995 por lo que tenía experiencia en este tipo de negocio.

Los miembros principales del Comité de Inversiones son profesionales con amplia experiencia en el sector financiero y real de la economía y conocimiento del mercado local, lo cual aporta positivamente a la adecuada gestión del portafolio.

La Gerente de Tesorería tiene cinco años de experiencia en manejo de Tesorería y dos años de administración de portafolios locales y del exterior.

Procesos de selección y monitoreo crediticio

Dentro de la gestión de fondos de inversión, el órgano principal de decisión y control es el Comité de Inversiones, nombrado por el Directorio de la Administradora, que tiene como responsabilidad, definir las políticas de inversiones de los fondos y supervisar su cumplimiento.

Los integrantes actuales del Comité fueron designados como tales por la Junta General de Accionistas en abril-2013 y ratificados por el Directorio en noviembre-2013. Como miembros principales constan el gerente General de Fideval, el gerente de Fondos de Inversión, dos gerentes de Inversiones, y el gerente de Inteligencia de Negocios. Los miembros secundarios son la gerente de Operaciones, el gerente de Desarrollo Fiduciario,



el gerente de Administración Fiduciaria, el subgerente de Negocios Fiduciarios y el trader de Tesorería.

El Comité se reúne mensualmente, para revisar el desempeño de los fondos administrados, y definir las políticas y estrategias de inversión, en función de la coyuntura local y las perspectivas a futuro.

La Fiduciaria ha implementado desde hace ocho meses una Unidad de Riesgos, que a través de su Gerente apoya al Comité de Inversiones en el control del riesgo del portafolio.

La Unidad de Riesgos tiene como principal función la de construir las políticas y procedimientos para el manejo de riesgos y monitorear su cumplimiento de manera independiente a la gestión de la Administradora. Esta unidad debe recomendar herramientas al Comité de Inversiones para mitigar los eventos de riesgo asociados a la gestión de fondos.

En mayo-2014 el Comité de Calificación modifica la Política de Riesgos para formalizar y mejorar el proceso de selección y análisis de las inversiones existentes en el mercado.

Además de los límites de inversión explicados en secciones anteriores de este informe, la Política de Riesgos actual contempla la utilización de una matriz sistemática de evaluación, en conjunto con el análisis financiero del emisor y el análisis sectorial, para determinar el riesgo de una emisión.

La matriz de evaluación considera distintas puntuaciones según las características del instrumento, como son su calificación, calificadora, y otros parámetros objetivos y subjetivos.

La Unidad de Riesgos prepara estos tres documentos y en función de estos recomienda la compra o no del título analizado. Las inversiones son autorizadas por esta Unidad, por un miembro de Directorio, y en caso de discrepancias, por el Comité de Inversiones.

Generalmente no se asignan cupos específicos por emisor, por lo que aplican los límites de concentración máxima antes anotados. Tampoco existen límites formales establecidos de exposición por sector, duración y plazo al vencimiento.

Con respecto al manejo de excepciones a la política, el Comité de Inversiones estableció que estas deben ser aprobadas por escrito, por al menos dos miembros del Comité de Inversiones, de forma previa a que se realicen. En la próxima reunión del Comité se aclarará que dichos miembros deben ser únicamente principales.

Todas las negociaciones de títulos se realizan a través de distintas casas de valores, aunque no se ha presentado al Comité de Inversiones un análisis formal de su riesgo de crédito. Este riesgo está mitigado en parte por el corto plazo de esta exposición.

Controles internos, políticas operacionales, y sistemas tecnológicos

Cada fondo administrado tiene su propia contabilidad y sus activos se encuentran adecuadamente identificados y custodiados. El fondo utiliza a Produbanco como custodio de las emisiones físicas, y a Decevale y Banco Central, como custodios de las inversiones desmaterializadas.

Las transacciones de Tesorería son registradas en el sistema informático especializado Gestor por el Trader. Por su parte, el departamento de Operaciones se encarga de la verificación y el apoyo operativo de las transacciones realizadas por Tesorería, por lo cual se aprecia una adecuada separación de funciones.

El sistema contiene alertas al momento del ingreso de las transacciones de tesorería, para identificar conductas sospechosas y ciertos límites legales, pero no realiza la validación de las demás políticas de manejo del portafolio. El área de operaciones suple esta deficiencia, reportando cualquier excepción a la política autorizada. Adicionalmente, el Comité de Inversiones revisa mensualmente la posición de los fondos de inversión, y monitorea su correcta administración.

Con respecto a la valoración del portafolio invertido a más de un año, tanto la Tesorería como el área de Operaciones ingresan diariamente al sistema Gestor los precios en función del vector publicado por la bolsa de valores. Este doble control mitiga el riesgo de errores. Los títulos de plazo menor a un año se valoran automáticamente en función de la amortización lineal del premio o descuento negociado en su compra.

Fideval espera a mediados de este año completar la revisión de la certificación ISO 9001, por lo cual de acuerdo a la Administradora, el 100% de sus procesos ha sido ya levantado.

Por otro lado, la Unidad de Riesgos tiene planificado para el año 2014 el levantamiento de matrices de riesgos por línea de negocio, para los procesos relacionados con los fondos administrados.

La Administradora mantiene una infraestructura tecnológica que soporta las necesidades actuales y a mediano plazo de la administración de fondos y

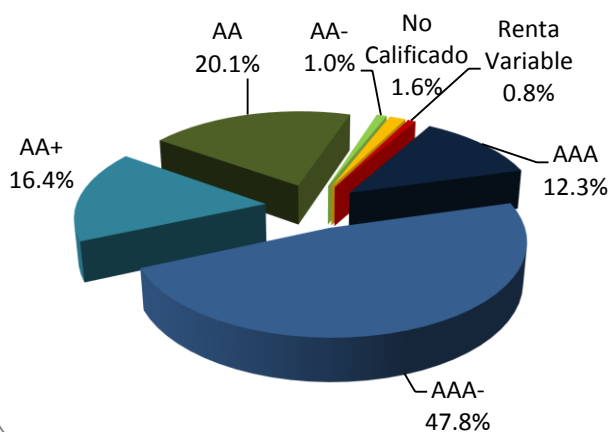
fideicomisos. Para la gestión de fondos, se utiliza el sistema especializado Gestor, heredado de la fusión con Fondospichincha, el cual se encuentra debidamente configurado para apoyar el registro contable y control del portafolio del fondo.

La Fiduciaria realiza respaldos diarios y semanales de la base de datos, fuentes y programas de la Institución, que se custodian en un banco, y mantiene un plan de continuidad de negocio, que la protegería de pérdidas de información por un evento catastrófico. De acuerdo a la institución, en caso de requerirse el sistema de la fiduciaria podría restaurarse en 24 horas en otro equipo de servidor similar, para lo cual cuentan con contratos de apoyo con proveedores locales. En el 2014 la Administración tiene como objetivo la implementación de un sitio alternativo para apoyar la continuidad del negocio.

Calificación de Crédito del Fondo Real

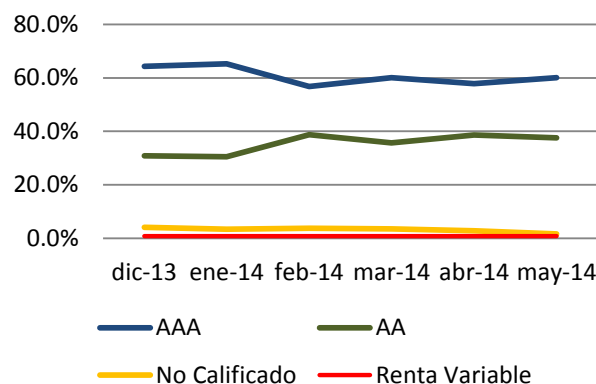
Muy buena calidad promedio del portafolio, con porción pequeña invertida en instrumentos de renta variable y títulos de deuda no calificados.

Portafolio por Calificación de Riesgo



El portafolio se enfoca principalmente en instrumentos de deuda de muy buena calidad crediticia y refleja las políticas establecidas respecto a la inversión en títulos con calificación de AA o superior, con excepción de la porción invertida en AA-, que representa únicamente el 1% del portafolio, y a la porción no calificada (1.6%), correspondiente a las operaciones de reporto bursátil.

Participación por Calificación



Nota: Calificaciones con distinto signo dentro de la misma categoría se muestran consolidadas.

La distribución del Fondo por calificación se ha mantenido relativamente estable en el tiempo. En febrero-2014 se aprecia un incremento en la participación de los títulos con calificación AA y AA+, que se mantiene al corte de este informe.

Como se nombró anteriormente, se espera que hasta octubre-2014 la porción invertida en reportos bursátiles desaparezca, considerando sus plazos al vencimiento y la reforma a la política del fondo efectuada en mayo-2014, que así lo dispone. En general, BWR espera que los fondos altamente calificados no mantengan inversiones en títulos con calificaciones inferiores en dos categorías completas a su Calificación de Riesgo de Crédito.

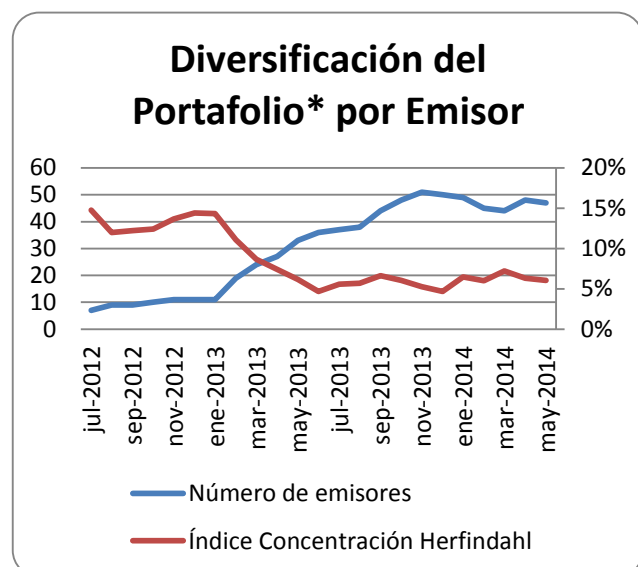
Los emisores de los reportos bursátiles vigentes (1.6% del portafolio) son cuatro casas de valores ecuatorianas, las cuales no tienen una calificación de riesgo pública, por lo cual su riesgo de crédito no se puede determinar con certeza. Al vencimiento, las casas de valores deben devolver el dinero invertido más el interés pactado inicialmente. Si este compromiso se incumpliera, todas las operaciones tienen como primera garantía acciones de la empresa La Favorita, las cuales serían entregadas al Fondo luego de darse un incumplimiento del reporto bursátil. Si los recursos obtenidos de la liquidación de la garantía no fueran suficientes para cubrir el saldo adeudado, la casa de valores debe responder por la diferencia con su propio patrimonio, el cual en la mayoría de los casos es limitado frente al monto emitido de reportos bursátiles.

Con respecto a la porción invertida en renta variable, en certificados de participación de Mutualista Pichincha, su participación no es significativa (0.8% del portafolio) y de acuerdo las

políticas actuales del Fondo no están permitidas nuevas inversiones de renta variable en el futuro.

Adecuada diversificación por emisor

Como se dijo anteriormente, el portafolio del Fondo Real se encuentra adecuadamente diversificado, en concordancia con la política vigente.

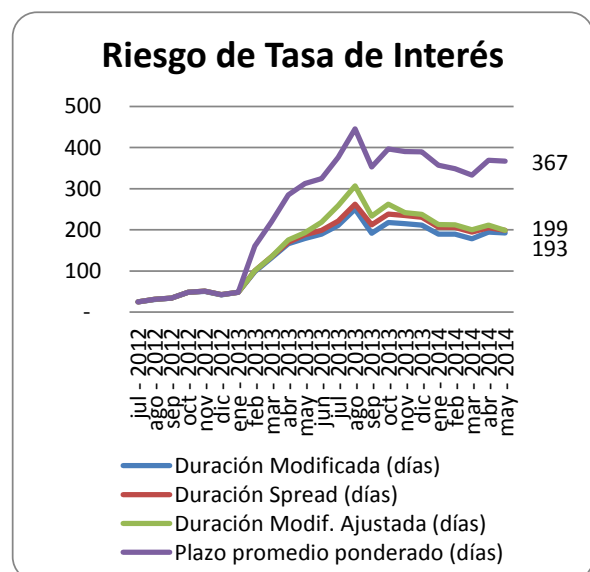


* Cálculo no considera portafolio invertido en renta variable

Mientras más bajo es el índice Herfindahl, menor la concentración por emisor que presenta el portafolio. Este indicador ha mejorado de forma significativa en el tiempo, a medida que el patrimonio neto del Fondo ha crecido.

Calificación de Volatilidad del Fondo

Riesgo de Tasa de Interés y Riesgo Spread moderados



Si bien el fondo no tiene una política definida en relación a la duración máxima del portafolio, la sensibilidad actual del portafolio a la tasa de interés se ubica en nuestro criterio, en un nivel de riesgo moderado.

Hasta agosto, 2013 los indicadores de riesgo de tasa de interés mostraron una tendencia a incrementarse, en línea con el aumento del plazo promedio de las inversiones realizadas. Casi todos los títulos tienen una tasa de cupón fija, por lo que su reprecio se da al vencimiento.

A partir de septiembre, 2013 la tendencia se revierte, en parte reflejando la planificación de la Tesorería respecto a los requerimientos futuros de liquidez del Fondo.

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.

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 éste 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 cubre requerimientos históricos y mitiga la concentración por partícipe

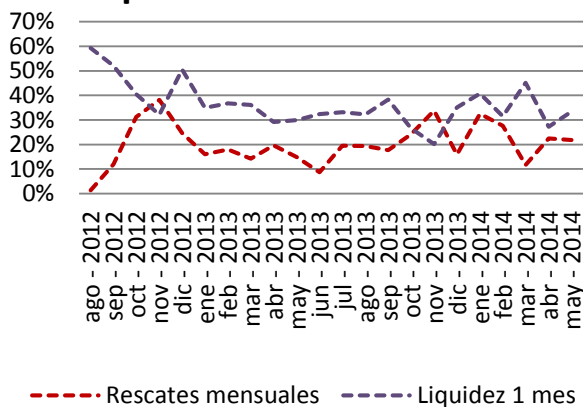
Debido a la baja bursatilidad del mercado de valores ecuatoriano, la valoración teórica de los títulos puede diferir del valor de liquidación. Por este motivo, la venta de inversiones del portafolio para cubrir requerimientos de liquidez puede generar volatilidad en el valor de la unidad.

El plazo promedio ponderado del fondo se considera alto en relación a sus condiciones contractuales. Este riesgo se mitiga en parte con la importante participación de inversiones de corto plazo.

La calificadora estima el requerimiento de liquidez del Fondo en condiciones normales, en función de dos parámetros: la volatilidad histórica de los rescates del fondo, y la concentración de los partícipes. En función de estos indicadores, se

estima que el riesgo de volatilidad proveniente del riesgo de liquidez del fondo es moderado, principalmente debido a la concentración existente.

Liquidez versus Rescates

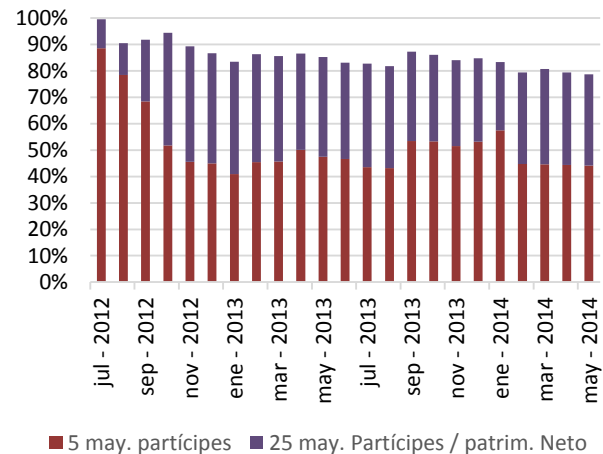


* Liquidez a un mes incluye flujos proyectados de capital e interés del portafolio.

Los retiros y rescates del fondo representan en promedio el 20% del patrimonio neto del fondo, aunque los períodos mensuales con mayores retiros se dieron en noviembre-2012 y noviembre-2013 (38.2% y 33.7%, respectivamente.)

Basándose en el análisis de requerimientos históricos diarios del Fondo Real, la Administradora ha establecido como estrategia mantener una liquidez que cubra retiros de al menos 1.5% diarios y 30% mensual, en relación al patrimonio neto del fondo. En conformidad, en los últimos seis meses el Fondo ha manejado una liquidez a un mes promedio de 35.5%. A la fecha de corte la liquidez a un mes del fondo representa el 33.4% su patrimonio neto, lo cual es consistente con su política.

Concentración de Partícipes



Los aportes del Fondo se encuentran concentrados en pocos partícipes y en especial, en uno solo, que representa el 30% del patrimonio neto. Fideval ha establecido una política de concentración máxima por partícipe de 12%, que únicamente se ha excepcionado para el inversionista antes mencionado.

La concentración en los 25 mayores partícipes se ha reducido lentamente, aunque se encuentra todavía en un nivel elevado, que debería disminuir en función del crecimiento futuro del Fondo. Mientras tanto, la liquidez actual mitiga en parte este riesgo.

Por último, si se proyecta la liquidez del Fondo hasta los tres meses, los recursos disponibles llegarían a 47.8%, 17% adicional a los porcentajes antes analizados.

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 2014.