

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)	34,428
Total Patrimonio (USD M)	34,341
No. Partícipes	320
Duración mod. Promedio*	151 días
WAM promedio*	237 días
% Inversiones en otras monedas	0%
Volatilidad Promedio (**)	0.69%
Rentabilidad Promedio (**)	4.13%
Coef. Variación**(σ/Rentab. Prom.)	16.72%

* Promedio de últimos seis meses

** Calculado con rendimientos mensuales netos anualizados de últimos 12 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, CFA
 (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 30 de abril de 2015.

Muy buena calidad crediticia del portafolio de inversiones: El 89% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación AA+ o superior. La porción del portafolio invertida en el sector real se encuentra altamente diversificada mientras que las inversiones en el sistema financiero mantienen una diversificación moderada por emisor.

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. La porción invertida en el sector financiero se concentra en plazos inferiores a un año, mientras que la porción restante del portafolio se encuentra invertida principalmente en títulos de tasa fija y vencimiento en el largo plazo.

Concentración de partícipes mejora y está mitigada por liquidez adecuada: La concentración en los 25 mayores partícipes se ha reducido lentamente, aunque se encuentra todavía en un nivel elevado. Se observa una mejora cualitativa frente al semestre anterior puesto que a la fecha de corte ningún partícipe representa más del 12% del patrimonio administrado. Si bien existe un descalce moderado entre el plazo promedio del portafolio y el perfil del Fondo, el hecho de que la liquidez a un mes existente cubra la volatilidad histórica de los rescates mensuales 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, o se produzca un deterioro importante en la calificación de riesgo de títulos que forman parte del portafolio.

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 analizado, 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 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.

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
Participación Renta Variable	0.57%
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.

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 la mayoría del personal y la infraestructura tecnológica de Fondospichincha, aprovechando así la experiencia acumulada que tenía la empresa absorbida en esta área.

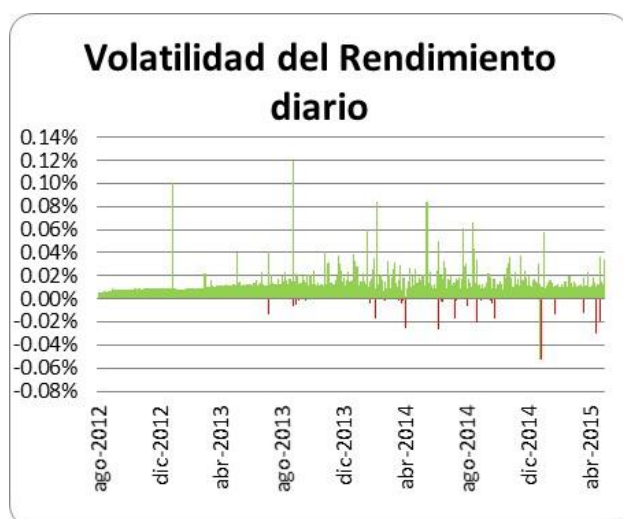
Desempeño histórico del Fondo Real

Volatilidad Promedio (*)	0.69%
Rentabilidad Promedio (*)	4.13%
Coef. Variación* (σ /Rentab. Prom.)	16.72%

* Promedio de últimos 12 meses.

En los últimos 12 meses el Fondo Real muestra un rendimiento promedio mensual anualizado de 4.13% y una desviación estándar de 0.69% anual, que se considera moderada. La rentabilidad mensual anualizada ha fluctuado en dicho período entre 3% y 5.16%. La rentabilidad ha disminuido en los últimos seis meses, principalmente por una menor duración del portafolio y la volatilidad del rendimiento proveniente del vector de valoración publicado por las bolsas de valores locales. Frente a esto, la Administradora ha optado por una política variable de cobro de comisiones.

En los últimos 12 meses únicamente se aprecian 16 días (de 365) donde el valor de la unidad disminuyó, situación que se atribuye a la valoración diaria del portafolio derivada de la volatilidad del vector de precios publicado por las bolsas de valores. 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	0.57%*
Inversión en reportos bursátiles	0%

* Límite ajustado a la exposición actual

** Se aprobó un límite de hasta 20% únicamente para inversiones en una institución financiera calificada AAA- en escala local..

Cabe indicar que la normativa actual limita la concentración por emisor a 20% del activo total del fondo.

Desde mayo-2014 la política del fondo prohíbe tomar nuevas posiciones en renta variable, por lo que su participación en el patrimonio neto del fondo disminuye a medida que este va creciendo. A la fecha de corte, únicamente el 0.57% del patrimonio neto se encuentra invertido en este tipo de instrumentos.

En la misma fecha el Comité definió que no se realicen inversiones en reportos bursátiles, por lo cual a la fecha de análisis no existen posiciones de este tipo en el portafolio.

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.

Si bien el promedio mensual de liquidez de los últimos seis meses es de 30.78%, en marzo y abril los recursos líquidos disminuyen a 25.5% y 26.4%, respectivamente. De acuerdo a la Fiduciaria, esta disminución es coyuntural y en los próximos meses continuará aplicándose la política de liquidez establecida.

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.

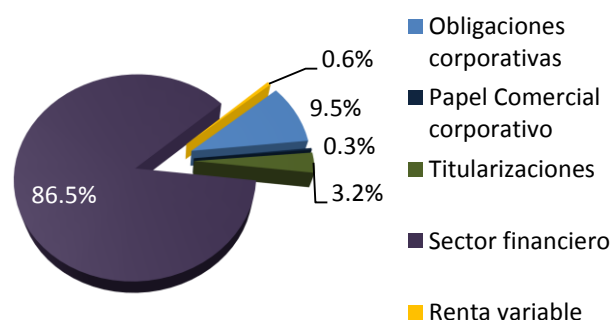
Composición del portafolio

El fondo históricamente ha invertido casi todos sus recursos en títulos de deuda. A la fecha de corte, únicamente el 0.57% del portafolio está invertido en certificados de participación de Mutualista Pichincha, que son títulos de renta variable. El valor de mercado de los mismos es igual a su valor nominal, debido a que las colocaciones primarias registradas en el mercado de valores actualmente se realizan a la par.

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

La menor oferta de emisiones corporativas consistentes con el apetito de riesgo del Comité y la percepción de menor liquidez en la economía ha hecho que las inversiones en el sector financiero ganen mayor participación en el portafolio (86.5% frente a 79% a octubre-2014).

Composición del Portafolio por Tipo de Instrumentos



Los títulos del sector financiero (principalmente depósitos a plazo) están colocados de forma escalonada en plazos por vencer comprendidos entre uno y doce meses, y constituyen la fuente primaria de liquidez del Fondo. Estas inversiones se encuentran moderadamente diversificadas en 12 instituciones financieras. El 55.4% vence en tres meses o menos, y el 44.3% tiene plazos por vencer entre cuatro y 12 meses. El crecimiento de los recursos del fondo en el último semestre se ha invertido especialmente en plazos de entre 6 y 12 meses.

Las obligaciones y titularizaciones 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 e impulsa la rentabilidad del fondo Real.

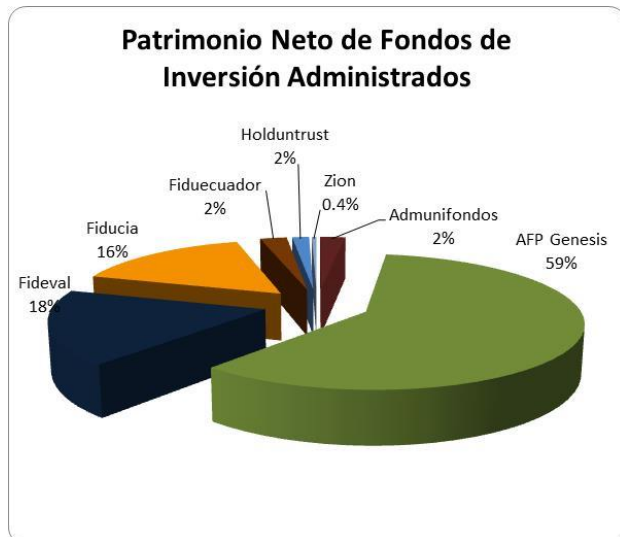
Mercado de Fondos de Inversión Administrados

A partir de julio 2011 y hasta julio 2012 el patrimonio administrado de la industria de 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 de 2012, acciones y participaciones en empresas ajenas a la actividad financiera, incluyendo compañías administradoras de fondos y fideicomisos.

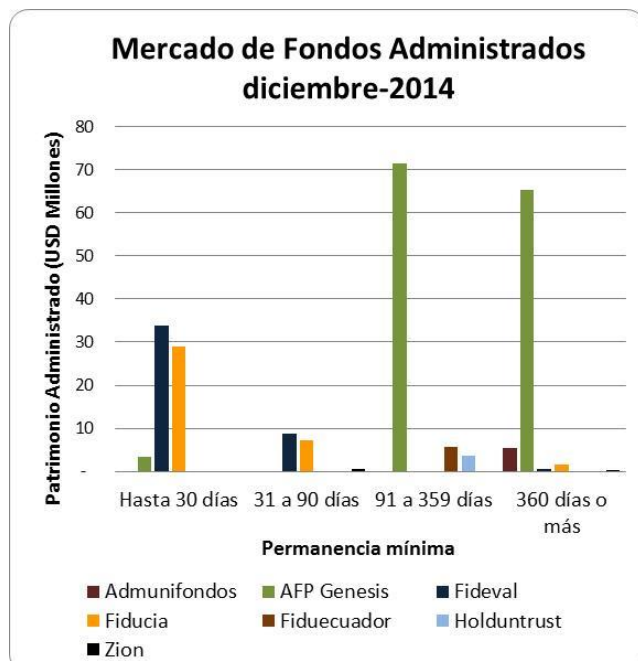
El patrimonio neto de los fondos de inversión ecuatorianos, que llegaba a USD 619mm en 2010, se redujo a USD 467mm a diciembre 2011 y a USD

175mm a diciembre-2012, para volver a crecer en 2013 a USD 210mm, y hasta USD 236mm en 2014.

De acuerdo a la última información publicada por la Superintendencia de Compañías (a diciembre-2014), habrían en el mercado 18 fondos administrados, manejados por siete fiduciarias.



AFP Genesis mantiene el liderazgo en el mercado, con la mayoría de sus fondos enfocados hacia ahorro de mediano y largo plazo, mientras que Fideval y Fiducia son las administradoras que registran mayor crecimiento de participación en los últimos dos años.



En el gráfico anterior se observa la participación de las distintas administradoras de acuerdo al plazo de permanencia mínima de los fondos que administran.

Fideval y Fiducia son más activas en la gestión de fondos de ahorro de corto plazo (hasta 30 días), donde son las principales participantes, aunque sus nuevos fondos están orientados a competir también dentro del segmento de mediano y largo plazo.

La información pública disponible del riesgo de los distintos fondos puede no ser comparable debido a que las distintas políticas de valoración que aplican otros fondos podrían en algunos casos subestimar la volatilidad del rendimiento.

En nuestro criterio, el mercado de fondos de inversión presenta potencial de crecimiento, 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.

Este producto puede verse adicionalmente impulsado en el futuro por el crecimiento del portafolio de aseguradoras locales, que deben reducir la cesión a compañías de reaseguros de sus riesgos asumidos, y por tanto requerirán mayores reservas en forma de inversiones.

Por otro lado, el mercado de valores se ha contraído significativamente en el primer semestre del 2015 y el escenario actual de menor liquidez y desaceleración económica incrementa el riesgo sistémico y puede dificultar el crecimiento del patrimonio administrado en este año. Por tal motivo una adecuada administración de la liquidez para cubrir los rescates de los fondos sin tener que exponerse a la venta de títulos es un factor importante a evaluar para determinar el riesgo de mercado de cada fondo administrado.

A futuro la evolución de la liquidez de la economía dependerá en buena medida del precio del petróleo, de la eficacia de las medidas del Gobierno para corregir el déficit de la balanza comercial y conseguir el financiamiento para su presupuesto; y de la habilidad estatal para mejorar el clima de inversión local, afectado actualmente por nuevas reformas tributarias planteadas por el Ejecutivo.

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 calificada 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, y consiguió que su patrimonio neto se incremente de USD 3.6MM en julio 2012 a USD 34.3MM a abril-2015.

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.

Fideval crea en diciembre-2013 el fondo *Fixed 90*, que tiene un perfil de estabilidad de inversión mayor (90 días, tiempo mínimo de preaviso de 15 días laborables), el cual a la fecha tiene un patrimonio neto de USD 15.7 MM.

Por último, en agosto-2014 inscribe el Fondo Futuro, orientado al ahorro programado de largo plazo. A abril-2015 este fondo tiene un patrimonio neto de USD 959M.

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.

Hasta marzo de este año, la Tesorería estuvo a cargo de una funcionaria con experiencia adecuada tanto en Tesorería como en la administración de portafolios locales y del exterior. A partir de abril, se posiciona un nuevo gerente de Tesorería, con experiencia en análisis financiero y con una formación académica que se considera adecuada para el cargo asumido.

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 debe reunirse 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. En la práctica la periodicidad ha variado entre uno y dos meses, en función de la disponibilidad de sus participantes.

La Fiduciaria implementó desde el 2014 una Unidad de Riesgos, que apoya al Comité de Inversiones en el control del riesgo del portafolio. Su principal función es construir 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-2015 la gerente de riesgos sale de la institución y la unidad se queda a cargo de una nueva funcionaria que se encuentra en Fideval desde noviembre del año anterior y se enfocará principalmente en la línea de negocios de fondos de inversión.

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, calificador, y otros parámetros objetivos y subjetivos que se han ido mejorando en el tiempo.



La Unidad de Riesgos prepara un informe de análisis financiero que incorpora lo anteriormente indicado y en función de estos recomienda la compra o no del título analizado. Las inversiones son autorizadas por esta Unidad, por un miembro del 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.

La Fiduciaria utiliza también un modelo propio de análisis y monitoreo del riesgo del sector financiero, donde los fondos mantienen posiciones importantes.

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.

Todas las negociaciones de títulos se hacen 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 sufre esta deficiencia, reportando cualquier excepción a la política autorizada. Adicionalmente, el Comité de Inversiones revisa en cada reunión 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 los precios diariamente al sistema Gestor, 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 considerando la amortización lineal del premio o descuento negociado en su compra.

Fideval completó a mediados del 2014 la revisión de la certificación ISO 9001, lo cual genera confianza en que los procedimientos se encuentran establecidos y bien documentados.

Por otro lado, la Unidad de Riesgos realizó en el 2014 el levantamiento de matrices de riesgos por línea de negocio, tanto para los procesos relacionados con los fondos administrados como para los de las demás áreas de la Fiduciaria. En adelante, la Unidad se concentrará en la operación de los fondos, mientras que la gestión de riesgos de la Fiduciaria la manejará cada gerencia individualmente.

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.

En este año la Fiduciaria ha realizado cambios estructurales para reducir gastos y ganar mayor eficiencia, entre los cuales está la unificación de las gerencias de Tecnología y las de Administración. Al mismo tiempo se ha contratado soporte técnico externo que se encuentra apoyando la implementación de mejoras de acuerdo a las estrategias futuras de Fideval.

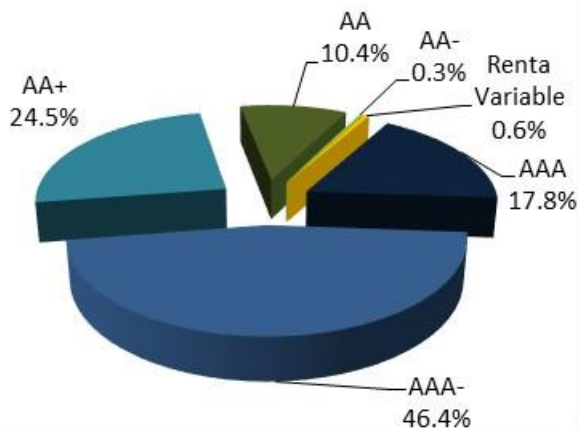
Se realizan respaldos diarios y semanales de la base de datos, fuentes y programas de la Institución, que se custodian en un banco y un proveedor externo, y se mantiene un plan de continuidad de negocio para evitar las pérdidas de información por un evento catastrófico. De acuerdo a la institución, en caso de requerirse, el sistema de la fiduciaria podría restaurarse en 24 horas en otro equipo de servidor similar, para lo cual cuenta con contratos de apoyo con proveedores locales. Actualmente Fideval no tiene un sitio alternativo para soportar la continuidad del negocio.



Calificación de Crédito del Fondo Real

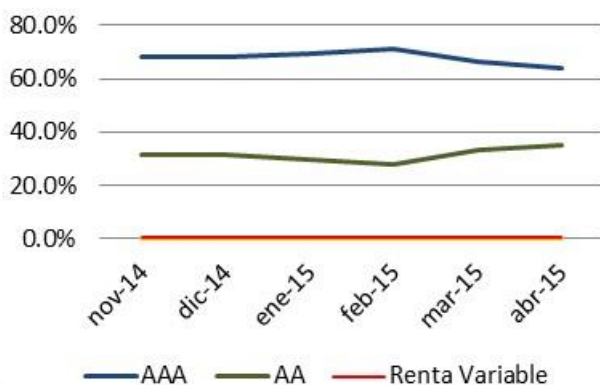
Muy buena calidad promedio del portafolio, con porción pequeña invertida en instrumentos de renta variable.

Portafolio por Calificación de Riesgo



El portafolio del fondo Real se encuentra conformado por inversiones con altas calificaciones públicas de riesgo de crédito, conforme las políticas establecidas.

Participación por Calificación



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

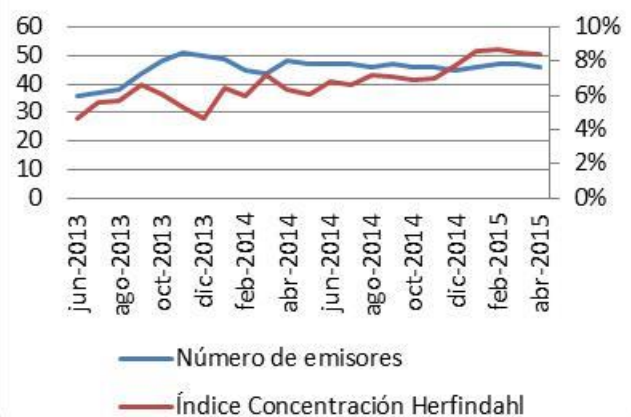
El 88.7% del portafolio tiene una calificación de AA+ o superior y únicamente el 0.3% tiene una calificación inferior a las políticas estándares (AA-). Adicionalmente el fondo mantiene un 0.6% en certificados de participación de Mutualista Pichincha, que son de renta variable. Cabe indicar que las políticas actuales del Fondo no permiten nuevas inversiones de renta variable en el futuro,

por lo cual conforme crezca el patrimonio neto se espera que su peso relativo continúe reduciéndose.

Si bien los títulos calificados AAA y AAA- continúan siendo mayoría, en el semestre analizado se aprecia un incremento de la participación de títulos en la categoría AA+.

Moderada diversificación por emisor, con mayor concentración en emisores del sistema financiero

Diversificación del Portafolio* por Emisor



* Cálculo no considera portafolio invertido en renta variable

Mientras más bajo es el índice Herfindahl, menor la concentración por emisor que presenta el portafolio.

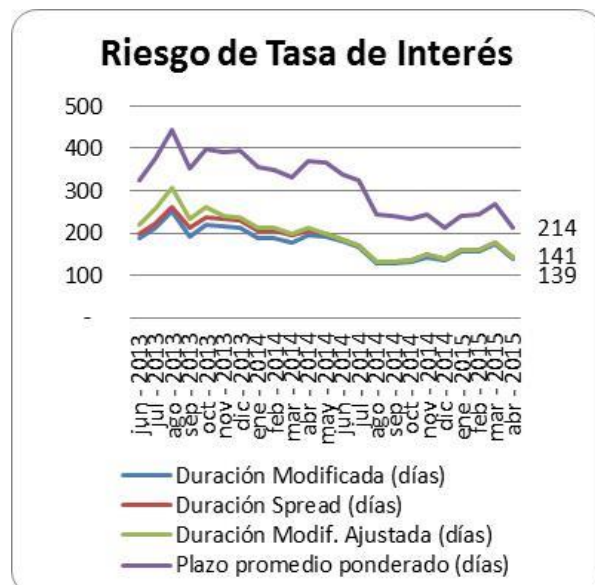
En función de las políticas existentes, la porción del portafolio invertida en el sector real se encuentra altamente diversificada mientras que las inversiones en el sistema financiero mantienen una mayor concentración por emisor.

De esa forma, las inversiones en el sector financiero (86.5% del portafolio) se reparten en 13 emisores mientras que los títulos del sector real lo hacen en 33 distintos emisores u originadores. La mayor concentración se da en cuatro instituciones financieras que manejan el 40.8% del monto del portafolio, situación mitigada por la calificación de dichas entidades y sus plazos de inversión, que son inferiores a un año.

Si bien el portafolio mantiene una diversificación moderada, esta se ha reducido debido a la menor participación de las inversiones en empresas.

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. El indicador de duración modificada indica que por cada incremento paralelo de 1% en la curva de tasas del mercado, el portafolio en promedio perdería aproximadamente 0.4% de su valor de mercado actual.

La sensibilidad del portafolio a movimientos en la tasa de interés había mostrado una tendencia a reducirse en el 2014. En los primeros tres meses del 2015 este comportamiento se reversó, aunque en abril nuevamente la duración disminuye a niveles similares a los de fines de año. Casi todos los títulos tienen una tasa de cupón fija, por lo que su reprecio se da al vencimiento.

En el corto plazo la duración del portafolio podría subir ligeramente en la medida en que las inversiones en el sector real recuperen parte de su participación, aunque dependerá también de las opciones existentes en el mercado y de la evolución del crecimiento del Fondo Real en el futuro.

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. Debido a la alta calificación promedio del portafolio, el indicador es similar a la duración modificada.

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 aquéllos 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 cubre volatilidad histórica y mitiga la concentración por partícipe

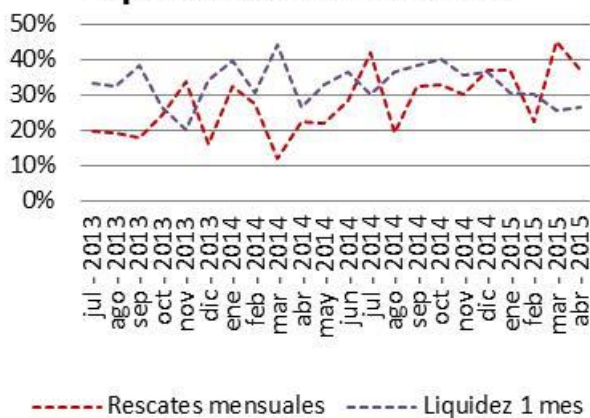
Debido a la baja bursatilidad del mercado de valores ecuatoriano y la metodología de valoración dispuesta legalmente, el valor en libros de los títulos puede diferir del valor real en caso de liquidación. Por este motivo, la venta de inversiones del portafolio para cubrir requerimientos de liquidez puede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

Frente al perfil de corto plazo del fondo, el plazo promedio ponderado del portafolio (214 días) se considera moderadamente elevado aunque se ha reducido frente a períodos anteriores, por la mayor participación de inversión en títulos de corto plazo del sistema financiero. Este riesgo se mitiga en parte por las inversiones de hasta tres meses y los flujos que en el mismo plazo generarán los títulos de mayor plazo, que en su conjunto representan 50.7% del patrimonio neto del fondo.

La calificadora estima el requerimiento de liquidez mensual 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.



Liquidez versus Rescates



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

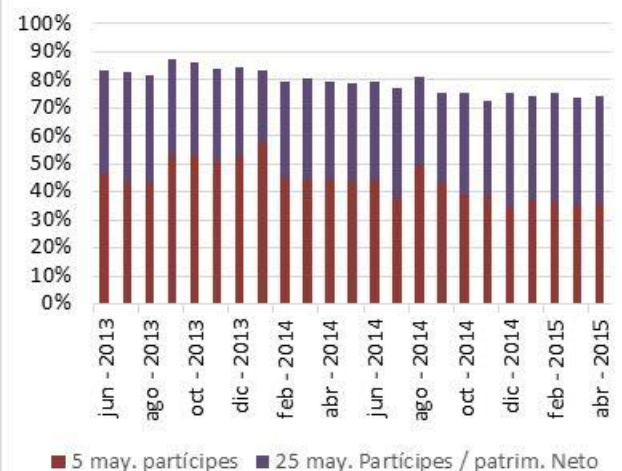
Los retiros y rescates del fondo en los últimos 24 meses han representado en promedio el 26% del patrimonio neto del fondo, aunque dentro del mismo período estos superaron el 30% en tres meses distintos (noviembre-2013 33.7%, julio-2014 41.8% y marzo-2015 45.4%).

Cabe indicar también que gracias a la gestión de la administradora y a la existencia de liquidez en el mercado el ingreso de nuevos aportes han logrado compensar buena parte de los retiros antes nombrados, por lo que la variación neta del patrimonio ha sido significativamente menor a los porcentajes anteriores (12.09% positivo en noviembre-2013, -11.73% en julio-2014 y -7% en marzo-2015).

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 30.78%, aunque en marzo y abril los recursos líquidos disminuyen a 25.5% y 26.4%, respectivamente. De acuerdo a la Fiduciaria, esta disminución es coyuntural y en los próximos meses continuará aplicándose la política de liquidez establecida.

Concentración de Partícipes



Los aportes del Fondo se encuentran concentrados en pocos partícipes, aunque se ve una mejora cualitativa frente al semestre anterior puesto que a la fecha de corte se cumple sin excepción la política de concentración máxima por partícipe de 12%.

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.

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 substituto 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 2015.