



Ecuador

Fondo Administrado Centenario Repo

Calificación

feb-2019

AAA-/ V3

“AAA-”: Excelente 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)	13,971
Total Patrimonio (USD M)	13,921
No. Partícipes	265
Duración modificada Promedio (*)	104 día
WAM promedio (*)	110 día
% Inversiones en otras monedas	0%
Volatilidad Promedio σ (**)	0.29%
Rentabilidad Promedio (**)	3.54%
Coef. Variación* (σ /Rentab. Prom.)	8.28%

* Promedio de últimos doce meses

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

Administradora del Fondo:

FIDUCIA S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS MERCANTILES

Contactos:

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

Emilio Gaete
(5932) 292 2426 ext. 115
egaete@bwratings.com

Fundamento de la calificación

Calificación dinámica: La calificación puede variar de forma dinámica en función de cambios en las políticas internas o en la composición del portafolio. El presente informe de calificación se basa en la situación del Fondo Repo al 28 de febrero del 2019. El Comité de Calificación decidió otorgar la calificación de crédito AAA- al Fondo, en vista de la excelente calidad de los títulos que componen el fondo, y otorgar la calificación de Volatilidad de V3.

Excelente calidad crediticia del portafolio de inversiones: El 80.7% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación AAA-, y el porcentaje restante en la categoría AA+. El portafolio muestra concentración en 11 emisores del sector financiero con alta calidad crediticia, en línea con su estrategia de inversión y las características de dicho sector. El fondo cumple con las políticas de concentración establecidas dentro de sus políticas.

Riesgo de mercado moderado: La Calificación de Volatilidad del Fondo Repo 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 el riesgo a variaciones en la tasa de interés de mercado, el riesgo de spread crediticio, y la liquidez a 1 y 3 meses que mantiene el fondo frente a la volatilidad histórica de los rescates, la concentración de sus partícipes y su perfil de permanencia mínima. La calificación actual también incorpora un ajuste por la concentración del portafolio.

Riesgo bajo ante variaciones de la tasa de interés: El análisis considera la sensibilidad del valor de mercado del portafolio a movimientos en la tasa de interés y a variaciones en el spread crediticio, dentro de un escenario estándar de volatilidad de la tasa de interés y un horizonte de tiempo de 15 días. En dicho escenario, la rentabilidad promedio anualizada del fondo superaría el efecto de una valoración negativa, por lo cual el riesgo de pérdidas por este motivo para el inversionista se considera bajo.

Liquidez a un mes suficiente frente a variaciones mensuales del patrimonio neto, pero limitada frente a rescates: La naturaleza prácticamente a la vista del Fondo hace que sus rescates sean importantes, en comparación a la liquidez a un mes que maneja el Fondo. Por otro lado, La necesidad de recurrir a la venta de valores del portafolio se reduce por los nuevos aportes que generalmente ingresan también dinámicamente. De acuerdo a la Fiduciaria, por la alta calidad crediticia del portafolio, su reducida duración y sector al que pertenecen sus emisores, existe actualmente un mercado secundario activo para la venta de sus inversiones, especialmente con las tesorerías de instituciones financieras.

Riesgo de volatilidad por concentración por partícipe: Existe una concentración importante en los 25 mayores partícipes. En caso de presentarse retiros de sus principales partícipes, expondrían al fondo a una potencial volatilidad del valor de la unidad proveniente de la necesidad de liquidar inversiones para cubrir dichos retiros. Este riesgo se mitiga por la reducida duración 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 podría mejorar en la medida en que la liquidez mensual y trimestral del fondo mejore, o empeorar si es que existiera un deterioro importante en los indicadores de duración o liquidez.

Fecha Comité: mayo 14, 2019

Corte de Información: febrero, 2019



Alcance de la Calificación

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

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

Las calificaciones de fondos de BWR no incluyen el *riesgo de evento*, definido como un acontecimiento no anticipado y de baja probabilidad de ocurrencia. Importantes riesgos de evento para fondos incluyen cambios repentinos, dramáticos e inesperados en los precios o la liquidez de los mercados financieros y decisiones regulatorias adversas, así como litigaciones y liquidaciones masivas impulsadas por los factores mencionados arriba u otros motivos. Las calificaciones incluyen un supuesto razonable sobre la vulnerabilidad del fondo a los acontecimientos en los mercados financieros, presiones regulatorias, y escenarios relacionados a la concentración de sus partícipes y emisores, pero los detalles específicos sobre el acontecimiento y su efecto no se conocerán 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 Administrado Centenario Repo (en adelante Fondo Repo) se constituyó en Ecuador en octubre del 2012, y se encuentra dirigido a inversionistas con excesos de liquidez de corto plazo.

La estrategia comercial del fondo se dirige al segmento empresarial, sin embargo este se encuentra abierto a personas naturales en búsqueda de inversión a corto plazo. El enfoque al segmento empresarial promueve el crecimiento del fondo, pero tiende a incrementar los niveles de concentración por partícipe.

El Fondo Repo está constituido por un patrimonio común y variable, independiente de su Administrador y de otros fondos de inversión, integrado por aportes de inversionistas, denominados partícipes: personas naturales o jurídicas que no tienen impedimentos legales para participar en estas colocaciones.

Los partícipes contribuyen al patrimonio del fondo mediante un aporte inicial por un valor mínimo de USD 5,000, y posteriormente con aportes adicionales de valores iguales o mayores a USD 1,000. El plazo de vigencia del fondo es indefinido.

Las principales características del Fondo se resumen a continuación:

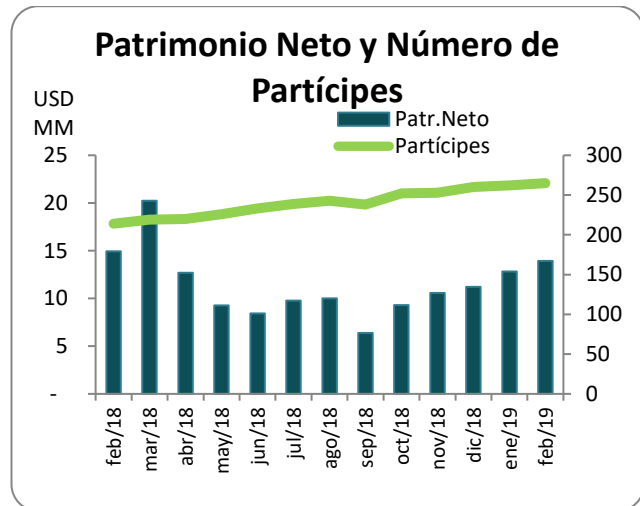
Características Principales

Tipo de Fondo	Valores renta fija
Moneda	USD
Monto mínimo de inversión inicial	USD 5,000
Monto mínimo de aportes adicionales	USD 1,000
Plazo mínimo permanencia para aportes	8 días
Tiempo transcurrido de preaviso para rescate	2 días hábiles
Plazo vigencia del fondo	Indefinido
Orientación	Empresarial
Custodios	Decevale

El patrimonio neto del fondo se divide en unidades de participación no negociables e idénticas entre sí, y que no se consideran como valores. Las unidades se adquieren al aportar al patrimonio del fondo, y son valoradas diariamente. El valor nominal de la unidad de participación a la fecha de constitución del fondo se estableció en USD 100.

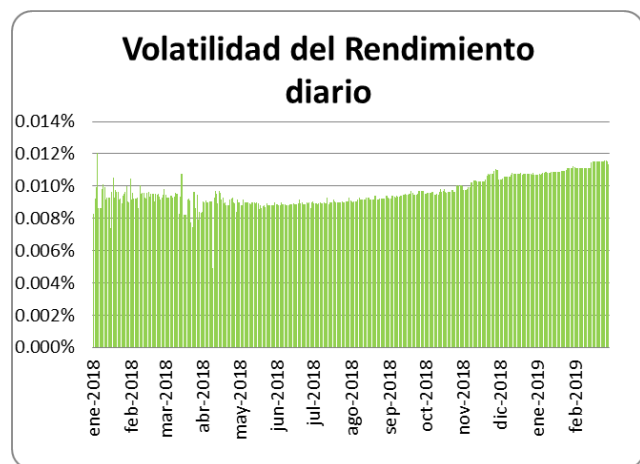
El patrimonio neto del fondo ha mostrado variaciones durante los últimos 12 meses. Llegó a un máximo en

mar-2018, con un saldo de USD 20.2MM y un mínimo a sep-2018 con USD 6.4MM. A partir de tal fecha, el patrimonio del fondo ha mostrado una tendencia creciente. A feb-2019 el patrimonio suma un total de USD 13.9MM, lo que lo ubica en un monto cercano al del mismo período del año anterior, con una variación de -6.9%. El perfil del fondo hace que su tamaño varíe de acuerdo a la estacionalidad de las finanzas empresariales.



El patrimonio se encuentra constituido por el aporte de 265 partícipes a feb-2019. Con esto, el número de partícipes refleja una tendencia creciente anual al ser a la fecha de corte 23.8% superior frente a feb-2018 (+ 51 partícipes). En virtud del principal segmento de inversión al que se dirige el fondo, los 25 mayores partícipes a la fecha de análisis representan el 88.5% del total del patrimonio.

Desempeño histórico del Fondo Repo



El rendimiento diario del valor de la unidad del fondo no presenta valores negativos desde su constitución, con un promedio general de 0.01%. A la fecha de corte, el valor de la unidad se sitúa en USD 127.22.

Volatilidad Promedio (*)	0.29%
Rentabilidad Promedio (*)	3.54%
Coef. Variación* (σ/Rentab. Prom.)	8.28%

* Promedio de últimos 12 meses.

La rentabilidad mensual promedio durante los últimos doce meses se ubica en 3.5%, alcanzando sus máximos durante este rango de tiempo en los últimos tres meses (entre 3.8% y 4.1% entre dic-2018 y feb-2019). A la fecha de corte, la rentabilidad mensual anualizada es de 3.8%, superior en 0.7pp frente a feb-2018 (3.2%). Paralelamente al incremento de rentabilidad presentado mayoritariamente en el último semestre de análisis, la desviación estándar del rendimiento a feb-2019 se aumenta a 0.29%, 18 puntos básicos superior a la registrada en feb-2018.

Principales Políticas de Administración

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

El fondo invierte en depósitos y títulos de renta fija exclusivamente del sector financiero local. No cuenta con inversiones de renta fija o variable en el sector real, al igual que no realiza inversiones en títulos del exterior.

A continuación se resumen los límites de inversión vigentes a la fecha:

Principales límites de inversión	
Calificación mínima de los títulos	AA
Límite plazo de la emisión	3 años
Límite de concentración por partícipe	15%
Concentración máxima en un emisor del sistema financiero	20%
Duración máxima del portafolio	0.5

Los títulos en los que el portafolio del fondo puede invertir son: certificados de depósitos, avales, letras de cambio, aceptaciones bancarias, obligaciones bancarias, titularizaciones emitidas por el sector financiero y cuentas corrientes y de ahorro.

Con el fin de mantener una liquidez adecuada, la política interna establece que debe mantenerse en fondos disponibles un valor equivalente a la máxima pérdida de liquidez esperada en un día bajo metodología VaR, con un nivel de confianza del 99%, sustentada en la variación patrimonial del fondo.



Dentro del manejo de riesgo de liquidez, la política interna establece una concentración máxima por partícipe de 15%. Dentro de los últimos doce meses tal política no se ha llegado a cumplir, al mostrar concentraciones en un partícipe que ha variado dentro de un rango de 12% a 25%. Esta situación es aprobada por el Comité de Inversiones en sus sesiones mensuales.

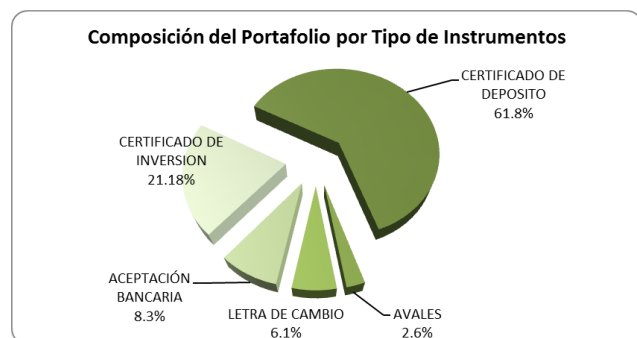
En caso de que el fondo requiera recursos líquidos inmediatos, la Administradora ha establecido una serie de parámetros para liquidar las inversiones. Estas políticas están relacionadas a la liquidez de los papeles disponibles, su plazo remanente, su rendimiento, la amortización del capital e interés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

De acuerdo con las políticas establecidas, el fondo debe manejar una duración del portafolio de máximo 0.5 años, lo que sí se ha cumplido en el período analizado.

Composición del portafolio

A la fecha de análisis, el portafolio del Fondo Repo suma un total de USD 11.8MM. El portafolio de inversiones registra un monto relativamente similar frente a feb-2018, con una variación de 5.4% (+USD 603.2M) entre períodos.

Además del portafolio de inversiones, el fondo maneja fondos disponibles, que oscilan tradicionalmente entre USD 1.5MM y USD 3MM, considerando las características del fondo de inversión a la vista. Los fondos disponibles se encuentran depositados en ocho instituciones financieras, sin embargo su mayoría (92.9% del total de fondos disponibles) se encuentran en tres de estas, cuyas calificaciones de crédito en escala nacional están entre AA+ y AAA-.



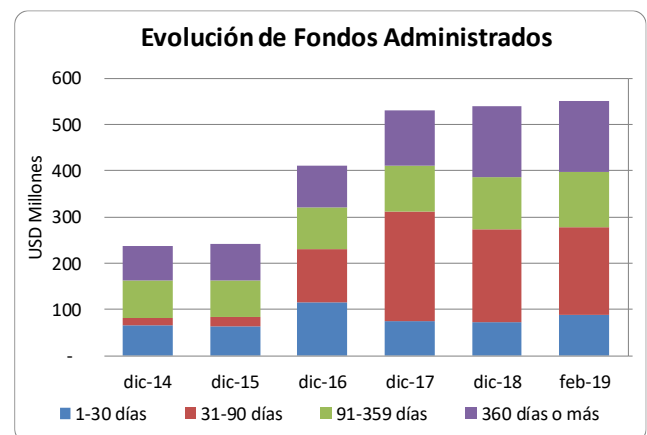
Como se mencionó anteriormente, el Fondo no realiza inversiones en títulos de renta variable. Dentro del portafolio del Fondo se encuentra únicamente títulos de renta fija del sector financiero local, ya que su reglamento interno limita la inversión en títulos del sector real y también en títulos emitidos en el extranjero.

La mayor porción del portafolio se encuentra invertido en certificados de depósito e inversión, los cuales en conjunto representan el 83% del portafolio total (61.8% y 21.2%, respectivamente) o lo que equivale a USD 9.8MM. Durante los últimos seis meses, se incorporan nuevos títulos tales como avales, letras de cambio y aceptaciones bancarias. A la fecha de corte, estas inversiones suman un total de USD 2MM y complementan la estructura del portafolio del Fondo Repo. Estos títulos no superan los 90 días de fecha de vencimiento.

Mercado de Fondos de Inversión Administrados

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

En 2013, el patrimonio neto del sistema de los fondos de inversión se recuperó a USD 210MM, y hasta USD 236MM en 2014.



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

En el año 2015, el crecimiento del patrimonio de los fondos se desacelera como reflejo del menor dinamismo en la economía ecuatoriana. Para el siguiente año, pese a la contracción del PIB en 2016, la industria de los fondos logra crecer significativamente respecto al año anterior (+69.8% anual). El negocio de fondos se benefició de la normativa que obligó a las empresas aseguradoras a reducir la participación en sus inversiones obligatorias en el sistema financiero, para diversificarlas en otros sectores. El patrimonio neto de los fondos de inversión a dic-2015 fue USD 241MM, mientras que para dic-2016 alcanzó los USD 410MM.

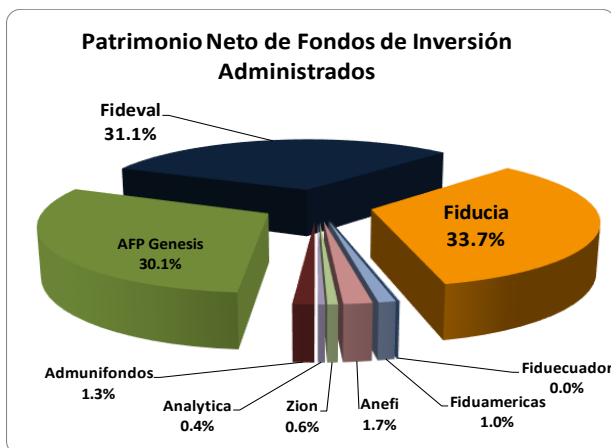
El entorno económico del 2016 fue complejo, por lo

que el criterio de selección de inversiones, y la experiencia de la administración al interior de las fiduciarias fueron claves para minimizar el riesgo de pérdidas. En 2017 se apreció una ligera recuperación gracias a una mejora en la liquidez de la economía, apoyada por mayor endeudamiento externo.

El 29 de diciembre del 2017, la Junta de Política y Regulación Financiera emitió la resolución 432-2017-S, que establecía cambios en los cupos de inversiones obligatorias de las aseguradoras ecuatorianas: de 30% a 60% en inversiones de renta fija y de 35% a 40% en inversiones de renta variable, incluyendo fondos administrados. Lo anterior generó incentivos tanto para el incremento en la participación de fondos dentro de su portafolio como para la inversión directa en emisiones acordes a su perfil de riesgo.

En general, los fondos ecuatorianos fueron adaptando sus políticas internas y sus cuotas de colocaciones para cumplir con los requisitos requeridos para las aseguradoras.

A dic-2018, el patrimonio consolidado de los fondos de inversión ecuatorianos alcanzó los USD 540MM. Finalmente, para feb-2019, el patrimonio neto agregado de este mercado se estableció en USD 550MM.

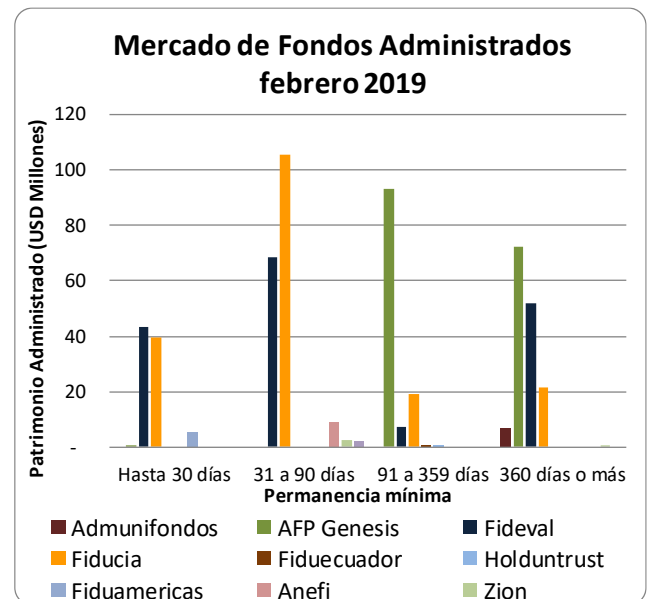


Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: BankWatch Ratings, corte: febrero 2019

De acuerdo a la información publicada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, a febrero del 2019 existen en Ecuador 24 fondos administrados de inversión activos, gestionados por diez fiduciarias. Actualmente existen tres administradoras de fondos y fideicomisos que lideran este negocio, como se aprecia en el gráfico anterior, aunque las que han mostrado mayor crecimiento en los últimos años son Fiducia y Fideval. Estas tres empresas consolidan el 95% del mercado.

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

con permanencia mínima superior a 90 días.



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

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

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

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

Administración del Fondo

Experiencia fiduciaria y de administración

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



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

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

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

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

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

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

Sistemas tecnológicos, Controles internos y Políticas operacionales

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

La Administradora cuenta con sistemas de información, infraestructura y recursos tecnológicos en sus departamentos de sistemas ubicados en las ciudades de Quito y Guayaquil, cada uno con su

propio Data Center y enlazados por un canal de datos. La información se respalda mensualmente y se almacena en discos duros físicos en un casillero de seguridad, perteneciente a una institución bancaria. Adicionalmente, Fiducia dispone de un Plan de Contingencia actualizado, para evitar que las operaciones normales dentro de la empresa se vean afectadas por imprevistos.

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

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

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

Para mantener informado al inversionista, la empresa dispone de un portal electrónico con información a terceros sobre los fondos de inversión administrados en cualquier momento y sin restricción geográfica para acceder al mismo.

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



Procesos de selección y monitoreo crediticio

A nivel interno, Fiducia lleva registros escritos para administrar y dar seguimiento a sus inversiones y estrategias. Ciertos análisis como el de proyecciones de rendimiento, evolución comercial o el de flujo de liquidez se analizan diariamente, y su evolución se resume en reportes mensuales. Otras mediciones, como la concentración de inversiones, estrategias de inversión, u operaciones de trading cuentan con un estudio y reportería diaria. Finalmente, otros análisis, como el de tasas de interés de mercado, son revisadas con una periodicidad semanal y mensual.

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

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

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

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

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

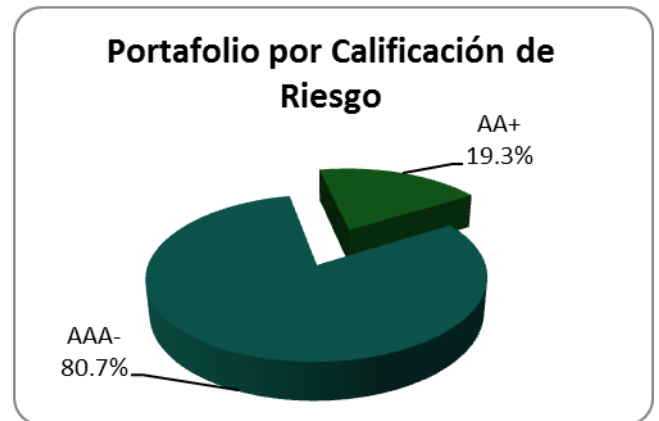
La Comisión revisa el análisis y las propuestas presentadas sobre cupos por emisor, emisión o sector, realizadas por el Administrador de Portafolio o el *trader*, en el marco de la estrategia del portafolio y las políticas vigentes. El Comité toma

una decisión con base en el voto favorable de al menos 4 de sus miembros.

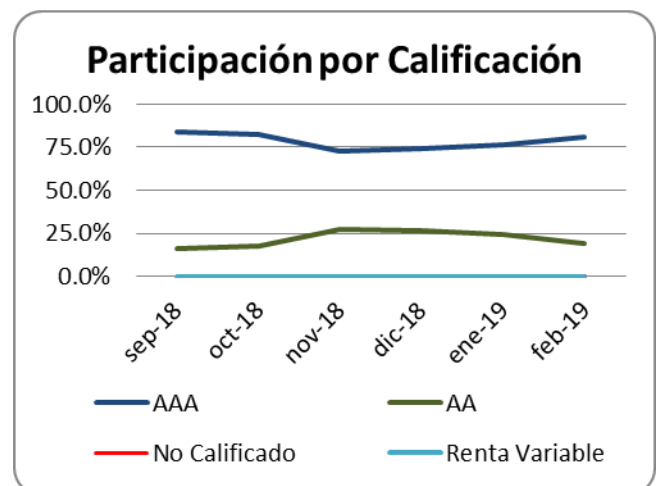
Calificación de Crédito del Fondo Repo

Excelente calidad promedio de los activos del portafolio.

Fondo Repo cuenta con un portafolio de inversiones conformado con títulos con altas calificaciones de crédito, las cuales se alinean a las políticas establecidas en su reglamento interno.



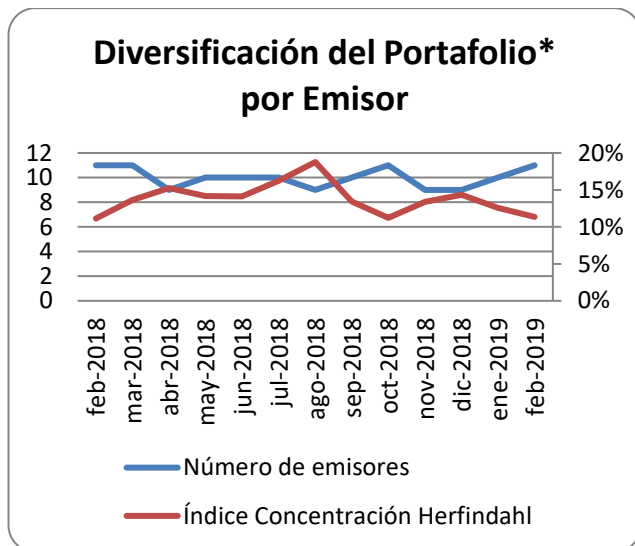
En el reglamento interno se determina que los títulos en los que se invierta deben disponer de una calificación de crédito mínima de AA. Sin embargo, a la fecha de análisis, el portafolio se encuentra conformado por títulos que superan dicha categoría de calificación. A feb-2019, los títulos en el rango de las AAA representan el 81% del portafolio. Tal porcentaje en los últimos seis meses ha superado siempre al 70% del total del portafolio, lo que refleja una estabilidad en su calidad crediticia. El porcentaje remanente se ha invertido únicamente en instituciones calificadas AA+.



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

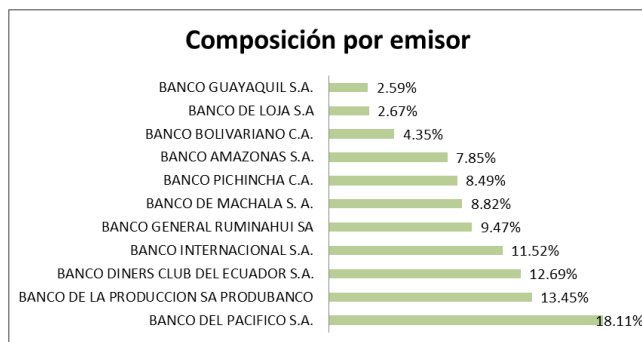
Concentración en emisores por su especialización en sector financiero

Considerando que el Fondo únicamente invierte en un sector específico, la cantidad de instituciones existentes en el mercado con la calificación mínima que el Fondo requiere es reducida. El portafolio se conforma de títulos emitidos por 11 emisores, con una concentración del 18.1% en el mayor emisor. Con esto la política interna de concentración por emisor se cumple al ser esta de 20%.



* Cálculo no considera los fondos disponibles.

Por este motivo, el índice de concentración Herfindahl se ha conservado en los dos dígitos durante el último año. A la fecha de análisis es de 11.4%, similar al presentado en feb-2018 con una leve variación de +0.3pp.

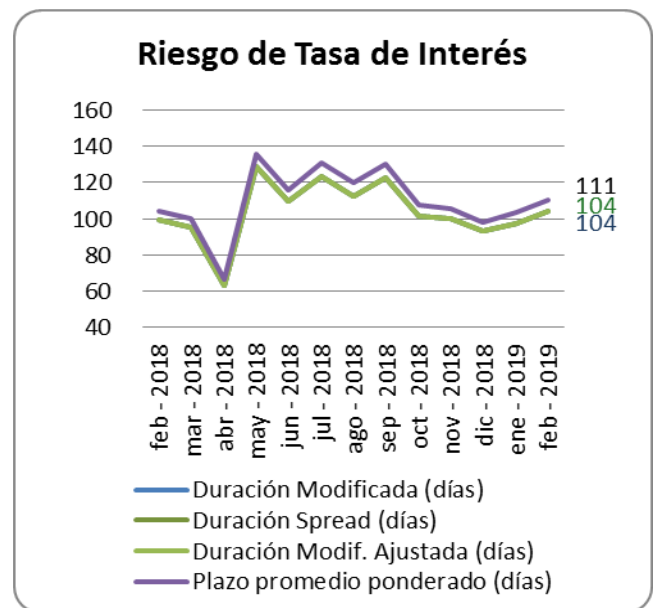


No se esperaría en el futuro cambios drásticos en el indicador tomando en consideración el sector exclusivo al que se dirigen las inversiones del fondo y los pocos emisores que disponen de calificaciones de riesgo en las categorías más altas en la escala nacional.

Calificación de Volatilidad del Fondo

Riesgo bajo de tasa de Interés y riesgo spread

El plazo promedio ponderado desde mayo-2018 se ha mantenido sobre los 100 días. Sin embargo, se resalta que a partir de este período se presenta una tendencia decreciente en tal indicador. A febrero 2019 el plazo promedio ponderado es de 111 días, similar al registrado a feb-2018 (104 días). Dentro de los últimos 12 meses se presenta una notable caída de este indicador en abril de 2018 (WAM: 67 días) consistente a un fuerte crecimiento de aportes en marzo del mismo período, que posteriormente fue rescatado.



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

El riesgo potencial de movimientos de la tasa de interés se analiza bajo un enfoque de preservación del capital, dentro de un horizonte de tiempo de 15 días, dado que el fondo es casi a la vista. El riesgo potencial se estima multiplicando la sensibilidad al riesgo de tasa por una volatilidad supuesta de las tasas de mercado en el horizonte de tiempo correspondiente.

La duración modificada, indicador de sensibilidad del portafolio a movimientos de la tasa de interés, registra un valor de 104 días a feb-2019. Lo anterior implica que, por cada movimiento de 1% en las tasas de interés de mercado, el valor del portafolio variaría aproximadamente en 0.29%. La duración modificada actual se encuentra dentro del límite estipulado en las políticas internas de 0.5%.

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.

Por su parte, se ha considerado dentro del escenario una variación de la tasa de interés de 1% anual, y en función de este supuesto se calcula una volatilidad aplicable solamente al horizonte de tiempo utilizado (15 días), suponiendo que la tasa de interés es una variable estocástica que sigue un paseo aleatorio. Bajo este supuesto, la volatilidad se incrementa o disminuye en el tiempo en una proporción de la raíz del tiempo. Para este fondo, esta metodología arroja un escenario de movimiento de este parámetro de 0.20%.

En el siguiente cuadro se resumen los parámetros y resultados del análisis explicado. En el mismo se puede apreciar que de materializarse el escenario modelado, la rentabilidad podría absorber el impacto en seis días, sin afectar la preservación del capital.

Duración modificada (días)	104
Duración modificada (años)	0.29
Rentabilidad diaria promedio 12 meses ®	0.0097%
horizonte de tiempo evaluado	15 días
Volat. asumida durante permanencia mínima (V)	0.20%
Riesgo esperado (V x DM)	0.06%
Días comprometidos de rentabilidad	6.00%
días comprometidos / permanencia mínima	40.60%

Tomando esto en consideración el cuadro precedente se determina que a feb-2019 una volatilidad de 0.20% de la tasa de interés afectaría en un 40.6% la rentabilidad otorgada dentro del plazo evaluado (15 días). Esto quiere decir, que la rentabilidad del Fondo cubriría en 2.46 veces la afectación ocasionada por la volatilidad de la tasa de interés sin registrar pérdidas en el valor de la unidad, lo que se considera un riesgo bajo.

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, Valores y Seguros, 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.

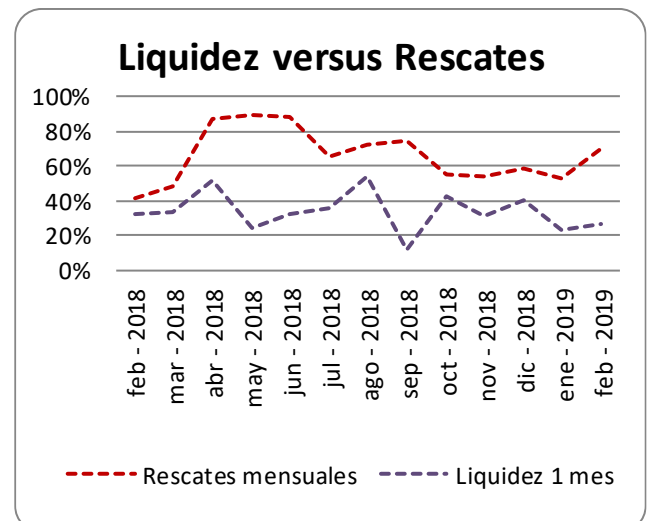
El fondo no mantiene a la fecha pasivos financieros, y no se espera un cambio de dicha estrategia en el futuro.

Liquidez a un mes suficiente frente a variaciones mensuales del patrimonio neto, pero limitada frente a rescates:

La naturaleza prácticamente a la vista del Fondo hace que sus rescates sean importantes en comparación a la liquidez a un mes que maneja el Fondo. Por otro lado, la necesidad de recurrir a la venta de valores del portafolio se reduce por los nuevos aportes que generalmente ingresan también dinámicamente por la naturaleza del fondo.

De acuerdo a la Fiduciaria, por la alta calidad crediticia del portafolio, su reducida duración y sector al que pertenecen sus emisores, existe actualmente un mercado secundario activo para la venta de sus inversiones, especialmente con las tesorerías de instituciones financieras.

La Calificadora estima el requerimiento de liquidez mensual por volatilidad del Fondo Repo en condiciones normales, en función de la volatilidad histórica de los rescates del fondo.



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

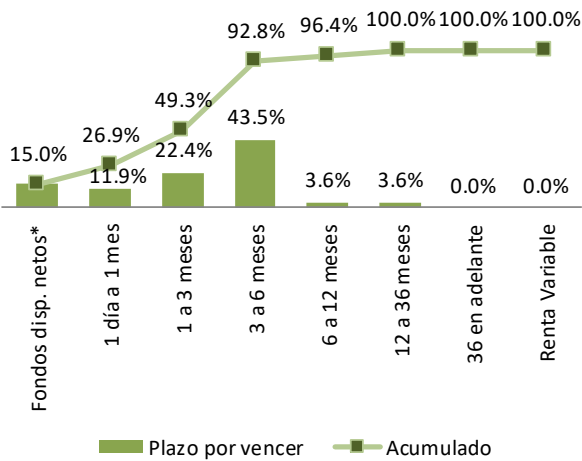
Durante los últimos 12 meses, los rescates mensuales han oscilado entre 47.8% y 88.8% del fondo. Sin embargo, para la determinación del requerimiento de liquidez por volatilidad se utilizó el percentil de los últimos 36 meses a un 95% de confianza, con lo cual se determinó un requerimiento de 87.8%. Tal porcentaje conserva una importante brecha frente a la liquidez a 1 mes (feb-2019: 26.9%) que registra el fondo dentro del período de análisis. Por su parte, la liquidez a un mes ha mostrado volatilidades durante el año, pero durante los últimos tres meses se ha presentado una tendencia decreciente.

La administración mantiene una continua supervisión de los riesgos de liquidez del fondo. Para medirlos, se realizan análisis de brechas de liquidez bajo escenarios definidos de retiro de sus partícipes, e

indicadores de liquidez de corto plazo a 30 y 180 días, que reflejan el porcentaje de cobertura que tendría el fondo para cubrir retiros de sus partícipes. Por último, se calcula el nivel de cobertura de retiros de los 25 mayores partícipes considerando títulos líquidos y otros de mayor plazo pero que la fiduciaria estima que pudieran liquidarse en caso de requerirlo.

Como se indicó anteriormente, la administradora dentro sus políticas internas establece que debe mantener en fondos disponibles un valor equivalente a la máxima pérdida de liquidez esperada en un día bajo metodología VaR, con un nivel de confianza del 99%, sustentada en la variación patrimonial histórica del fondo.

Plazo al Vencimiento del Portafolio



* Fondos disponibles menos pasivo operativo

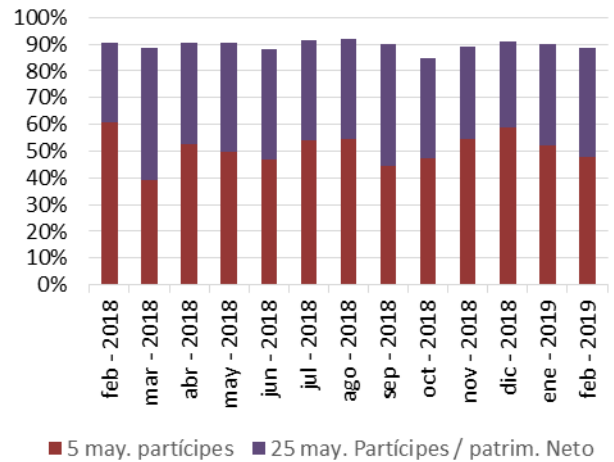
La estructura de plazos del portafolio muestra que el 49.3% del portafolio (considerando fondos disponibles netos) se mantiene en plazos iguales o menores a 3 meses. Si se consideran los cupones de capital e interés de los valores con plazo por vencer superior a 90 días, el flujo por recaudar en los 3 meses llega a 49.6% del patrimonio neto, porcentaje que se considera aceptable pero no holgado frente al perfil del fondo.

El porcentaje restante mantiene plazos por vencer superiores a los 3 meses, aunque en su mayoría no superan los 6 meses.

Concentración elevada de partícipes

A pesar de contar a feb-2019 de 265 partícipes, los aportes de los 25 mayores equivalen al 88.5% del patrimonio total del fondo. El mayor partícipe tiene una representación de 20.1%.

Concentración de Partícipes



Esta concentración hace que el fondo esté expuesto a escenarios de retiros importantes por parte de sus principales partícipes. Este riesgo se mitiga, al igual que en el caso de la volatilidad de los rescates, por la baja duración del portafolio y su calidad crediticia, que facilitan la venta de títulos bajo condiciones adecuadas.

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

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