



Ecuador

Fondo Administrado Centenario Renta

Calificación

Abr-2019	Oct-2019	Abr-2020
AAA-/V3	AAA-/V3	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)	93,464
Total Patrimonio (USD M)	93,240
No. Partícipes	878
Duración modificada Promedio (*)	467 días
WAM promedio (*)	1024 días
% Inversiones en otras monedas	0%
Volatilidad Promedio σ (**)	0.12%
Rentabilidad Promedio (**)	5.50%
Coef. Variación* (σ /Rentab. Prom.)	2.17%

* Promedio de últimos 12 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

Joaquín Carbo
(5932) 292 2426 ext. 115
jcarbo@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 Administrado *Centenario Renta* al 29 de febrero de 2020.

Excelente calidad crediticia del portafolio de inversiones: el 71.2% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación pública de riesgo local AAA- o superior y a la incluir los títulos emitidos por el estado ecuatoriano esta participación incrementa a 81.5%. La calidad de los títulos y sus emisores mejora en comparación al último seguimiento y cumple con las políticas mínimas vigentes. El portafolio presenta una concentración del 36.7% del portafolio en 5 emisores de un total de 64.

Riesgo de mercado moderado: La Calificación de Volatilidad recoge nuestro criterio respecto a la 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 a la concentración de sus partícipes.

Riesgo bajo de tasa de interés: Tanto la sensibilidad a cambios de la tasa de interés, medida por la duración, como el plazo promedio muestra desde agosto-2019 una tendencia a reducirse, gracias a la menor participación de inversiones con plazos por vencer de más de un año. Considerando las estrategias de la administración y la estructura actual del portafolio se esperaba a futuro que la sensibilidad a tasas interés tienda a decrecer.

Liquidez de corto plazo adecuada ante volatilidad histórica de rescates: La volatilidad histórica de los rescates es relativamente baja y durante casi todos los meses la liquidez a un mes mantenida por el fondo ha sido suficiente para cubrirlos. El 72.9% del portafolio corresponde a valores con plazos por vencer superiores a un año. Existe una importante concentración en los 25 mayores partícipes, y dentro de estos, en entidades pertenecientes al sector asegurador. En caso de presentarse retiros de sus principales partícipes, podría generarse volatilidad del valor de la unidad proveniente de la necesidad de liquidar inversiones para cubrir dichos retiros. Cabe indicar que históricamente estos recursos han mostrado estabilidad.

Ante la coyuntura actual la ha implementado políticas de fortalecimiento de la liquidez a corto plazo mediante el incremento de sus fondos disponibles e inversiones a menor plazo y lleva a cabo un minucioso seguimiento de los títulos y emisores que componen el portafolio del fondo.

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 con la calificación mínima de sus inversiones.

La calificación de Volatilidad del Fondo podría mejorar o empeorar en la medida que la liquidez del fondo o la sensibilidad a movimientos en la tasa de interés se reduzcan o incrementen.

Fecha Comité: 30 de abril de 2020

Corte de Información: 29 de febrero de 2020

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.

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 Mediano Plazo con orientación empresarial

El Fondo Centenario Renta es un fondo administrado constituido en Ecuador, dirigido a inversionistas con excedentes de liquidez de al menos 90 días. Sus principales características se resumen a continuación:

Características Principales

Tipo de Fondo	Renta Fija
Monto inicial de inversión	USD 1.00
Monto mínimo de incrementos	USD 1.00

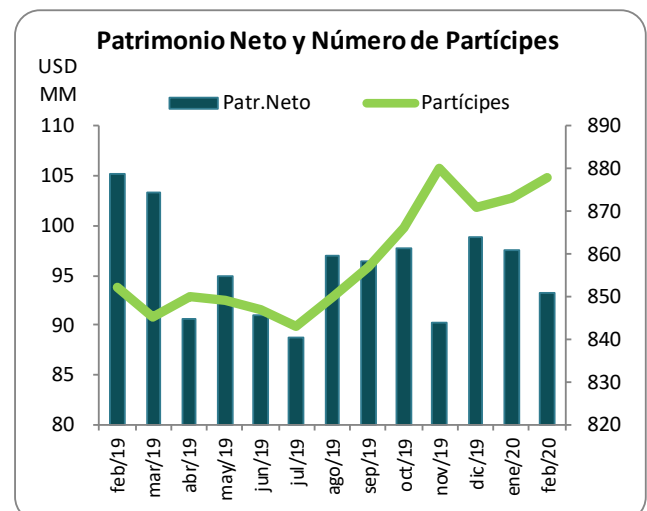
Plazo mínimo permanencia por aporte	90 días
Días de preaviso	3 días hábiles
Orientación	Empresarial
Custodios	Decevale

El reglamento interno del fondo establece que cada aporte que realice un partícipe solo podrá ser retirado una vez que transcurra el plazo mínimo de permanencia de 90 días desde que se hace efectiva su inversión, siempre y cuando solicite el rescate con al menos 3 días hábiles de anticipación.

En caso de solicitar el rescate antes de cumplirse el plazo mínimo de permanencia del aporte, la administradora podrá aplicar a los partícipes una penalización que incluye una reducción del 5% sobre el total de fondos a rescatar.

Como es habitual en fondos con un tiempo en el mercado, la mayoría de los aportes han cumplido con el plazo de permanencia mínima. Esta situación refleja, por un lado, la tendencia de los inversionistas a mantener su inversión por plazos mayores a los mínimos establecidos, y por otro, el hecho de que los partícipes podrían, de requerirlo, retirar su inversión en un plazo inferior a 30 días. Esto variará dependiendo de la velocidad de crecimiento del fondo y del grado de estabilidad de los aportes que hubieren completado el plazo mínimo de permanencia.

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.



Fuente: Fiducia S.A.
Elaboración: BankWatch Ratings

El patrimonio neto del fondo Renta muestra variaciones consistentes con la estacionalidad mensual de los aportes y rescates de sus partícipes. A la fecha de corte este alcanza USD 93.24MM y durante los últimos 12 meses el patrimonio ha registrado saldos en un rango entre USD 88.76MM y USD 105.25MM. El decremento anual del patrimonio es de 11.51% y es explicado por el incremento mensual de los rescates, los cuales no han afectado la rentabilidad del fondo.

El patrimonio se encuentra compuesto por el aporte de 878 partícipes a feb-2020. Este número muestra una tendencia creciente durante el año (+ 26 clientes).

A pesar del mayor nivel de diversificación de partícipes, el fondo presenta una elevada concentración debido al nicho de mercado empresarial al que está dirigido. Adicionalmente se destaca que las compañías seguros y reaseguros son los principales partícipes del fondo Renta. A la fecha de corte, los 25 mayores partícipes concentran el 88.2% del patrimonio, mostrando un incremento promedio de 1.14pp contra el mismo período del año anterior.

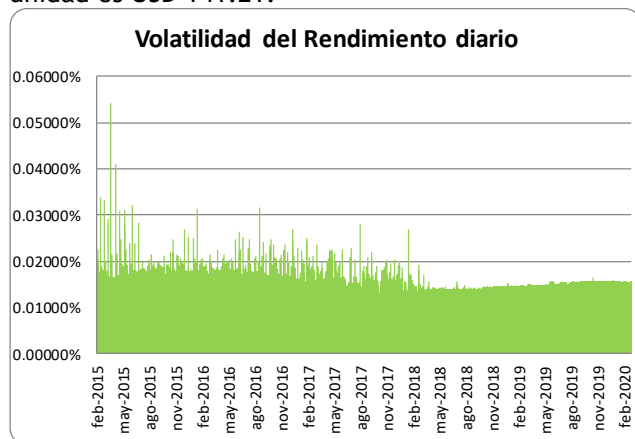
Antecedentes del Fondo

Fiducia constituye el Fondo de inversión administrado Centenario Renta en abril del 2014 y empieza a gestionar patrimonio de terceros desde mayo del 2014.

La última reforma al reglamento interno del fondo se realizó durante 2019, en la cual se estableció la reducción de montos mínimos de aporte inicial e incrementos a USD 1.00.

Desempeño del Fondo Centenario Renta

El valor de la unidad del fondo no ha presentado variaciones negativas desde su fecha de constitución. La rentabilidad diaria de fondo a la fecha de corte se ubica en 0.016% y el valor de la unidad es USD 141.21.



Fuente: Fiducia S.A.
Elaboración: BankWatch Ratings

La rentabilidad mensual anualizada del fondo crece de forma sostenida, a feb-2020 es de 5.58%. La rentabilidad anualizada promedio es de 5.50%, con una volatilidad anual promedio baja de 0.12%. El fondo mantiene cerca del 70% del portafolio en inversiones con plazos superiores a los 12 meses como parte de su estrategia de rentabilidad. La administración mantiene como objetivo actual generar en promedio una tasa de rendimiento anual entre 5.4% y 5.8%.

Volatilidad Promedio (*)	0.12%
Rentabilidad Promedio (*)	5.50%
Coef. Variación* (σ/Rentab. Prom.)	2.17%

* Usa rendimiento mensual anualizado de últimos 12 meses.

Principales políticas de administración

Las políticas de inversión generales, especialmente con 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.

A continuación, se resumen los límites de inversión y principales políticas vigentes a la fecha:

Principales límites de inversión

Calificación mínima de los títulos	A
Límite plazo de la emisión	10 años
Límite de concentración por partícipe	10%
Concentración máxima en un emisor del sistema financiero	20%
Duración máxima del portafolio	2.5

En cuanto a diversificación y calificación de riesgo, en el reglamento interno del fondo se limita la colocación de inversiones en valores de renta fija inscritos en el Registro del Mercado de Valores, emitidos por el Estado o Banco Central del Ecuador, depósitos a la vista o plazo fijo en instituciones financieras ecuatorianas, y otros valores de renta fija autorizados por el Consejo Nacional de Valores, que cuenten con una calificación de riesgos mínima de A. No obstante, en la práctica las inversiones se realizan principalmente en valores con calificación AA o superior, y en menor proporción, en bonos del estado ecuatoriano, que no requieren calificación.

Con relación a los plazos de las inversiones, la Administradora ha establecido un límite de 10 años como vigencia máxima de cada emisión. Para ciertos emisores, como instituciones financieras, los plazos máximos alcanzan los 1080 días.

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.

Adicionalmente, el fondo cuenta con una política de concentración por emisor que establece un cupo máximo de 20% para emisiones realizadas por instituciones financieras.

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

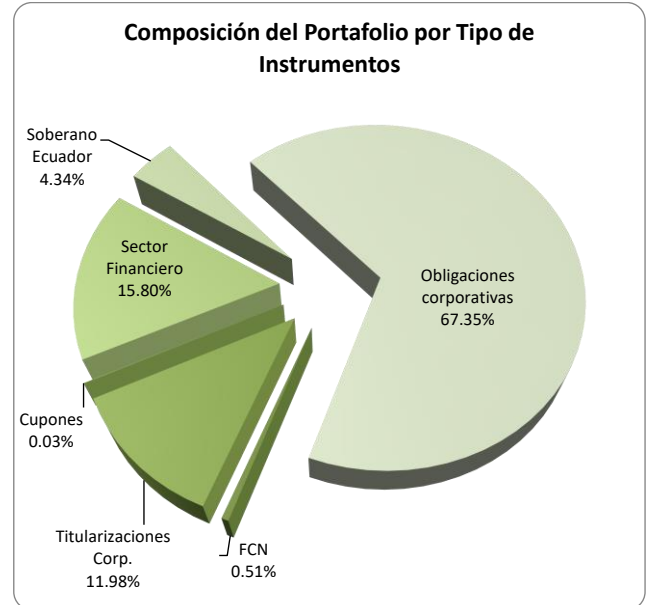
De acuerdo con las políticas establecidas, el fondo debe manejar una duración del portafolio de máximo 2.5 años, lo que sí se ha cumplido en el período analizado (feb-2019 a feb-2020).

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

Composición del Portafolio

A feb-2020, el portafolio de inversiones del Fondo Renta suma un total de USD 89.23MM, invertidos en su totalidad en instrumentos de renta fija por política del comité de inversiones y diversificado en 64 emisores locales. No existen posiciones en monedas distintas al dólar, por lo que el fondo no está expuesto a riesgo de tipo de cambio.

El portafolio de inversiones se encuentra compuesto en 79.87% de títulos del sector real con un saldo de USD 71.26MM, repartidos principalmente en obligaciones corporativas (67.35%), titularizaciones (11.98%), Facturas comerciales negociables (0.51%) y cupones (0.03%). Por otro lado, el 15.80% del portafolio se compone de certificados de depósito e inversión emitidos por sector el financiero local. El saldo restante (3.87MM) corresponde a inversiones en bonos del estado. En conjunto, el 91% de los títulos que componen el portafolio poseen vencimientos mayores a 6 meses. Adicionalmente, mantiene fondos disponibles por USD 4MM, valor representa el 4.3% del patrimonio neto.



FCN corresponde a Facturas comerciales negociables
 Fuente: Fiducia S.A.
 Elaboración: BankWatch Ratings

Hechos relevantes

Con fecha 03 de abril de 2020, se expide el oficio JPRMF-2020-0113-O que dispone que emisiones de obligaciones de corto y largo plazo, procesos de titularización y facturas comerciales puedan realizar modificaciones a los contratos de emisión con el fin de acordar un diferimiento de capital e intereses por vencer en los próximos 120 días contados a partir de la expedición del oficio. Para dicho diferimiento se deberá contar con la aprobación de dos tercios del quorum de la asamblea general extraordinaria de obligacionistas o tenedores de obligaciones convocada e instalada por el emisor para dicho fin.

A la fecha de elaboración de este informe alrededor de 70 emisiones se han acogido a la resolución JPRMF-2020-0113-O, se espera que el número de emisiones que decidan diferir el pago de capital e intereses a futuro dependerá de la duración de paralización de actividades por la emergencia sanitaria.

Entorno Macroeconómico

La propagación del virus COVID-19 nacido en Wuhan-China a finales de 2019 ha tenido fuertes impactos sobre la economía mundial, hábitos de consumo y estilo de vida de la población. El alto nivel de propagación y el desconocimiento de cómo tratar a los infectados ha obligado a los jefes de estado a tomar medidas estrictas como el confinamiento y paralización de actividades no prioritarias para evitar el crecimiento exponencial de contagios y con ello la saturación de los sistemas de salud e incremento de víctimas mortales.

Aún es demasiado pronto para estimar la afectación real del virus en la economía internacional, sin embargo, hasta ahora se reporta:

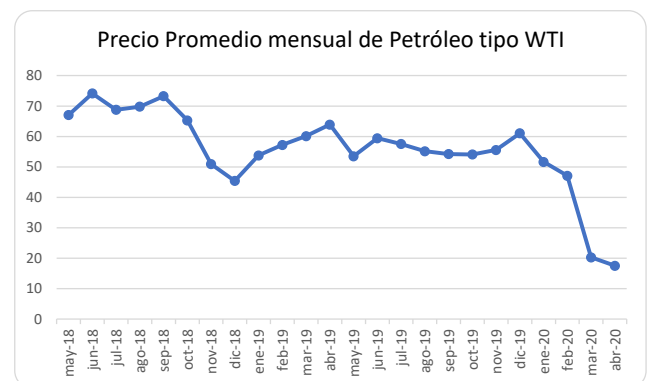
- Pérdidas significativas en las bolsas de valores, el Dow Jones presentó en marzo una caída del 10%, su desplome más fuerte desde 1987.
- Desplome de los precios de futuros de barril de petróleo WTI, que alcanzó su mínimo el 20 de abril de 2020, al cotizar en - USD 37.63, debido a la menor demanda global, sobre oferta por parte los mayores productores (Rusia y Arabia Saudita) e incremento de costos de almacenamiento. A la fecha de elaboración de este informe se ubica en USD 15.
- Apreciación del dólar americano, debido a que inversores del mercado de divisas han comenzado a vender sus activos y comprar más dólares con el fin de asegurar sus inversiones. La estrategia de devaluación de otras monedas frente al dólar americano a la que varios países han recurrido fomenta la competitividad vía precios de sus exportaciones, sin embargo, la apreciación del dólar puede comprometer el pago de deuda contraída en USD de países con moneda distinta a esta.
- Según un informe realizado por Ernst & Young, se prevé que los sectores con mayor afectación por la pandemia COVID-19 sean la industria textil, tecnológica, turismo, transporte aéreo, farmacéutica, petróleo y combustibles fósiles y manufactura, debido en parte a que China es el mayor exportador del mundo con ventas cercanas a los USD 2.5 billones en el 2019, según el Observatorio de complejidad económica (OEC, por sus siglas en inglés).
- Ernst & Young, en su análisis llamado impacto de las enfermedades en la economía global publicado el 13 de marzo de 2019, señala que el costo estimado del COVID-19 a nivel mundial podría llegar a USD 280 mil millones.
- El FMI estima que la economía global se contraerá entre 3% y 6% en este año, dependiendo de si la reapertura económica empieza a inicios del tercero o en el cuarto trimestre del año.
- El Banco Mundial estima que el PIB de Latinoamérica y el Caribe se contraerá en 4.6%, mientras que el de Ecuador lo hará en 6%.

En el caso de Ecuador, el crecimiento del país ya se venía desacelerando desde el 2018 debido a la imposibilidad del Gobierno de mantener el gasto público ante una caída del precio del petróleo y restricciones en el financiamiento externo. En octubre-2019 el Gobierno hizo un fallido intento de

eliminar el subsidio a los combustibles, que generó una revuelta popular que paralizó el país por 11 días, y que tuvo consecuencias económicas importantes. Por esto se espera que el PIB real de dicho año se contraiga en aproximadamente 0.5%.

Antes del inicio de la crisis producida por el COVID-19, el país ya tenía desafíos importantes, ya que el incumplimiento de los compromisos de ajuste fiscal ponía en riesgo los desembolsos planificados en función de la carta de intención con el FMI firmada el 11 de marzo de 2019, que garantiza financiamiento por tres años (USD 4,200MM del FMI y USD 6,000MM de seis organismos multilaterales) para suavizar el costo del ajuste y facilitar la implementación de reformas estructurales, orientadas principalmente a: apuntalar la dolarización, recuperar competitividad del sector real, y promover empleo, fortalecer la protección a los más vulnerables y mejorar la transparencia en la gestión pública.

A partir de marzo, el precio del petróleo se desploma, lo cual tiene un impacto directo para Ecuador, tanto en su balanza comercial como en el presupuesto general del estado, que fue construido con base en un precio promedio estimado de USD 51 por barril. Cabe indicar que el promedio del diferencial negativo entre el WTI y el crudo ecuatoriano se encontraba en marzo alrededor de USD 5.5. Según el Ministro de Energía y Recursos Renovables, por cada dólar que baja el precio Ecuador pierde USD 500,000 por día. El Gobierno prevé una reducción en la balanza comercial petrolera de USD 3,242 millones..



Fuente: Yahoo Finance
 Elaboración: BankWatch Ratings

Por otro lado, el 7 de abril de 2020 se informó de la rotura de un tramo tanto del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del OCP, que provocó la paralización de los dos sistemas de bombeo de crudo y derivados. OCP estima que la tubería alternativa estará lista para reanudar el servicio el 4 de mayo.

La caída de precios del petróleo; la afectación de las exportaciones no petroleras y otras fuentes de

divisas como el turismo y las remesas de los emigrantes; los altos niveles de endeudamiento público; la paralización de actividades económicas y la renegociación de la deuda externa acompañado de la incertidumbre por la llegada de los desembolsos del FMI hacen que el Ecuador sea percibido con mayor riesgo en mercados internacionales. Esta percepción se refleja en el riesgo país que alcanza 5,782pb (21 de abril de 2020) y en la baja de calificación por parte de Fitch Ratings a “Default Restringido”.

En marzo el Gobierno optó por el pago de USD 324MM de capital de los bonos 2020, pero se acogió al periodo de gracia de los intereses de los bonos 2022, 2025 y 2030 para así aliviar el flujo de caja temporalmente por USD 200 millones. El pago de la deuda externa se efectuó con la finalidad de no vulnerar las fuentes de financiamiento futuras.

Adicionalmente, el gobierno ha manifestado que espera podrá acceder a un desembolso rápido del FMI por USD 500 millones a aprobarse el 30 de abril; USD 150 millones del Banco Mundial, y USD 2,500 millones del Banco de Desarrollo de China; este último serviría en parte para cancelar otra línea de financiamiento vigente. Adicionalmente el banco CAF y el Banco Mundial aprobaron una línea de crédito de USD 50 millones y USD 20 millones, respectivamente, para reforzar los sistemas de salud pública del país, y el BID ha anunciado la aprobación de préstamos por USD 700 millones para apoyar la emergencia y ayudar a las pymes.

Cabe destacar que el 20 de abril de 2020 el ministro de energía anunció que el decreto de focalización de subsidios estaría listo para ser implementado en medio de la crisis sanitaria y como respuesta a la generación de recursos necesaria para la reparación de los oleoductos¹.

Con la llegada de los primeros casos del virus COVID-19 a Ecuador, desde el 16 de marzo se decretó el estado de excepción, y entre otras cosas, se suspendió la jornada laboral presencial con excepción de las áreas de alimentación, salud, servicios básicos, cadena de exportaciones, la industria agrícola, ganadera y de cuidado de animales.

Esto implica a nivel económico la paralización de varias industrias y comercios, y el consiguiente deterioro en el corto plazo de su liquidez, capacidad crediticia y en algunos casos de su solvencia. Al mismo tiempo, implica la necesidad

imperante de brindar el acceso alimentario a una porción representativa de la sociedad ecuatoriana que pertenece al sector informal de la economía y que requiere del trabajo diario para el sustento de su familia. Por este motivo estimamos que si la prohibición en los términos actuales se extiende más allá de mayo el efecto en el sector productivo del país y por tanto en el empleo puede amplificarse rápidamente.

Mediante resolución de la Junta de Política Monetaria y Financiera (JPRMF), se resuelve que los participantes del sector financiero público, privado y popular y solidario podrán modificar las condiciones originalmente pactadas para los créditos, mediante solicitud del deudor. Se puede diferir el pago de al menos dos cuotas de capital e intereses que hayan vencido a partir del 16 de marzo de 2020, además se podrá otorgar periodos de gracia, efectuar refinanciamientos o reestructuraciones de las operaciones de crédito sin que estos causen intereses moratorios, gastos, recargos ni multas durante el plazo acordado.

Con respecto a los emisores del mercado de valores, a través del oficio JPRMF-2020-0113-O se dispone el diferimiento de capital e intereses de emisiones de obligaciones de corto y largo plazo, procesos de titularización y facturas comerciales.

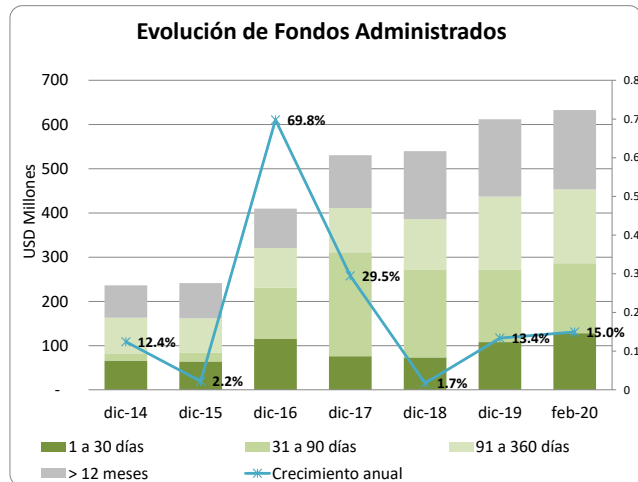
En el contexto explicado, se identifica la existencia de dos etapas para el sector real de la economía:

- a) La etapa de vigencia de la prohibición de movilidad y trabajo presencial, en la cual será determinante para cada empresa el nivel de flexibilidad operativa para ajustar rápidamente el costo operativo, la flexibilidad financiera proveniente del acceso a fuentes de fondeo y stock de liquidez acumulado previo a la restricción, y las medidas que tome el Estado para soportar su operación.
- b) La etapa posterior a la prohibición, que implicará ajustarse a un entorno operativo complejo, que seguramente mostrará menor capacidad y propensión al consumo, y que afectará con mayor fuerza a los sectores económicos tradicionalmente cíclicos, como la construcción y el sector automotriz.

Una vez que se restaure la actividad productiva, es de esperarse que la economía del país y la velocidad de recuperación de los distintos sectores giren en torno al acceso a financiamiento externo. En esta línea, será fundamental las decisiones que tome el gobierno en cuanto al pago de la deuda externa, y los acuerdos nacionales que se consigan para evitar pugnas que agravarían la crisis, esto dentro de un contexto de elecciones presidenciales próximas.

¹ <https://www.elcomercio.com/actualidad/focalizacion-subsidios-combustibles-precio-crudo.html>

Mercado de Fondos de Inversión Administrados



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

El negocio de fondos se ha beneficiado desde el 2016 con la normativa que obliga a las empresas aseguradoras a reducir la participación en sus inversiones obligatorias en el sistema financiero, para diversificarlas en otros sectores.

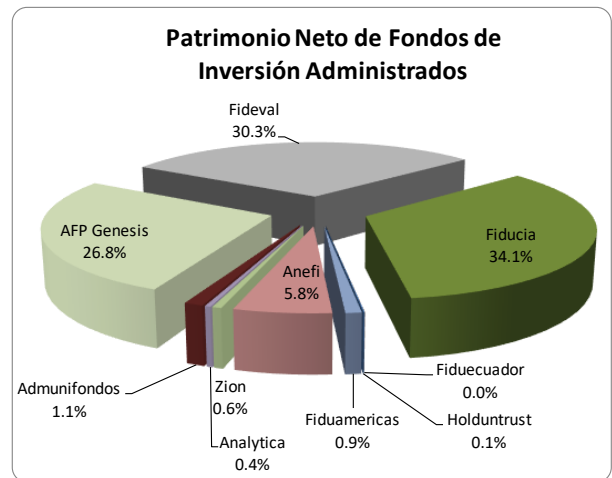
En 2017 el patrimonio agregado de los fondos continuó su tendencia al alza y alcanzó cerca de USD 531MM, gracias a una mejora en la liquidez de la economía, apoyada por mayor endeudamiento externo.

A partir del 2018 el crecimiento ha sido más controlado debido a la aplicación de la resolución 432-2017-S, de diciembre-2017, que permitió a las aseguradoras invertir mayor proporción de sus inversiones admitidas en valores emitidos por el sector real, y tuvo como impacto una reducción de la inversión en fondos administrados. También influye en el comportamiento el menor dinamismo económico y la mayor competencia del sistema financiero por captar la liquidez disponible.

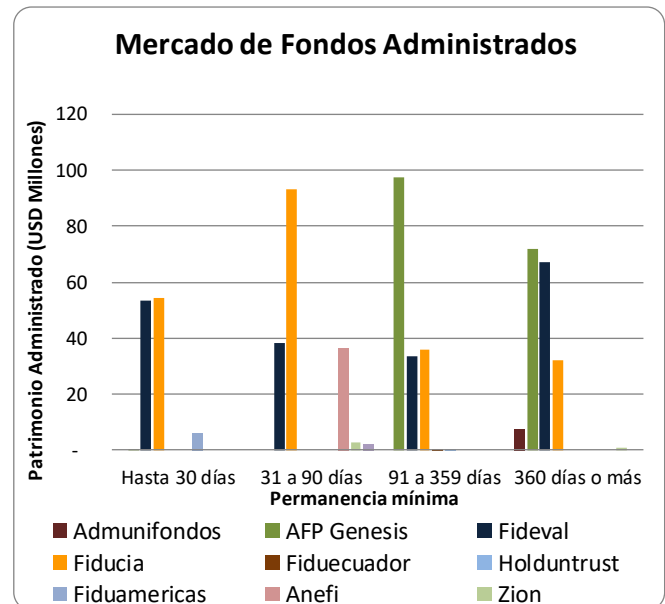
A feb-2020, de acuerdo con la información publicada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, existen 25 fondos administrados por diez fiduciarias en el mercado ecuatoriano, que administran un patrimonio neto de USD 632MM y presenta un crecimiento interanual de 15%.

Fiducia mantiene el liderazgo en el mercado con una participación del 34.1%, seguido muy de cerca por Fideval (30.3%). Estas dos fiduciarias han registrado crecimientos importantes de participación en los últimos dos años, inicialmente con mayor enfoque en fondos con permanencia mínima inferior a un año aunque ahora también participan cada una con un fondo de ahorro programado para un año o más. Finalmente, AFP

Génesis todavía mantiene su liderazgo en fondos de más de 90 días.



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: BankWatch Ratings, corte: feb-2020



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: BankWatch Ratings, corte: feb-2020

Los fondos administrados dirigidos a las aseguradoras no deben invertir más del 25% de su patrimonio en instituciones financieras, por lo que existe una demanda de valores de emisores corporativos con altas calificaciones crediticias, que en varias ocasiones supera la oferta, y en momentos determinados puede limitar su crecimiento. Frente a esto, las principales fiduciarias mantienen una gestión proactiva para incentivar a los emisores que cumplen con el perfil de riesgo buscado.

A pesar de diversos esfuerzos por ampliar el mercado de valores ecuatoriano, el mismo continúa siendo poco profundo (alrededor del 11% del PIB a 2019), 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. Esto es un factor importante para evaluar, pues influye significativamente en el riesgo de mercado de cada fondo administrado. Ante la coyuntura actual de menor liquidez por paralización de actividades se esperaría que la oferta y demanda de papeles de largo plazo disminuya, mientras que los papeles de corto plazo ganen mayor participación dentro del mercado de valores, al igual que montos menores de transaccionalidad por parte de inversores institucionales.

Administración del Fondo

Experiencia fiduciaria y de administración

El Fondo Renta 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-2020, Fiducia administra cinco fondos de inversión con un patrimonio neto agregado de USD 215.4MM, que representa el 34.1% 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. Ante la amenaza del COVID-19, el personal de FIDUCIA cuenta con la flexibilidad de realizar teletrabajo para continuar con la correcta operación de los fondos y negocios fiduciarios que administra y mantiene contacto con sus clientes de manera virtual.

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

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

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

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

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

Procesos de selección y monitoreo crediticio

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

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

El Comité de Inversiones se reúne mensualmente y 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 sobre los riesgos y características de cada oportunidad de inversión.

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

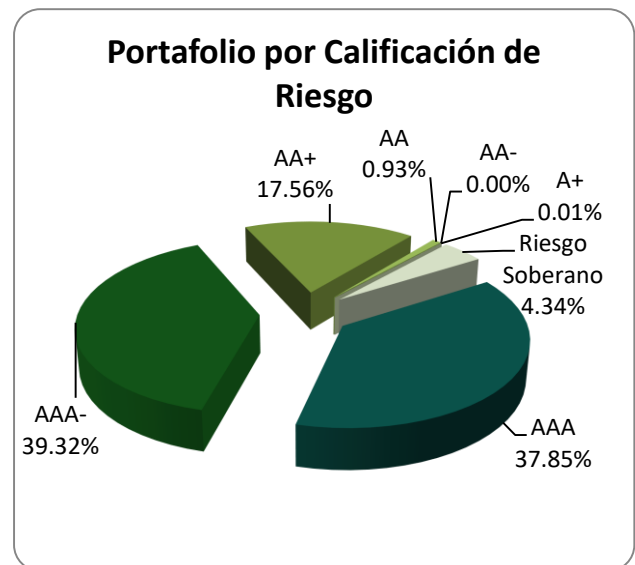
Este órgano está presidido por el Gerente General de la Fiduciaria y se reúne semanalmente con la presencia de al menos 5 de sus 7 miembros principales, que son el Gerente Regional, el Gerente de Riesgos, el Gerente de Fondos de Inversión, el Gerente de Operaciones, el Analista de Riesgo y el Administrador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

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

Calificación de Crédito del Fondo

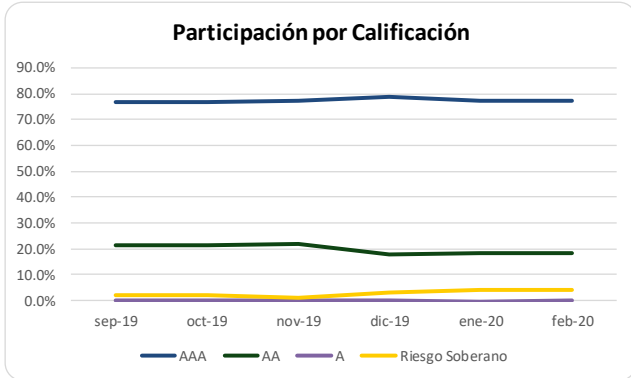
Excelente calidad promedio del portafolio

El portafolio del fondo se encuentra conformado por inversiones con altas calificaciones públicas de riesgo de crédito, las cuales se alinean a las políticas establecidas en su reglamento interno.



Fuente: Fiducia S.A.
 Elaboración: BankWatch Ratings

Dentro del portafolio de inversiones priman los títulos con una calificación pública de riesgo en escala nacional de AAA- o superior, que representan el 77.2%. La calidad de los títulos y sus emisores mejora en comparación al último seguimiento (oct-2019), pues la categoría mencionada incrementa su participación en 3.8pp. El 18.5% corresponde a títulos corporativos con calificación superior a AA y el restante 4.3% corresponde a títulos del estado, cuya participación ha crecido desde el último seguimiento.

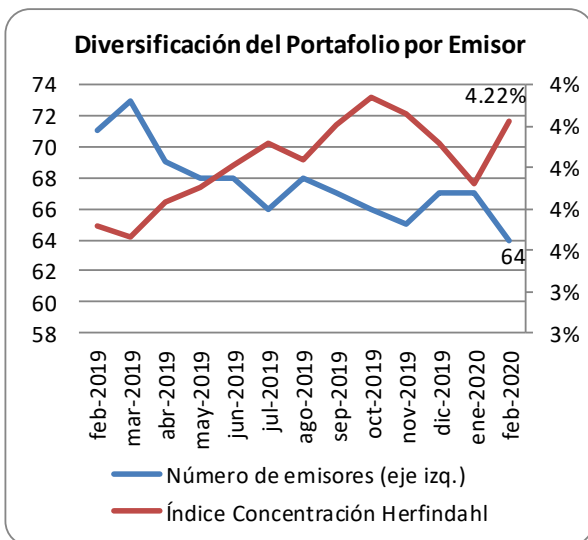


Nota: Calificaciones con distinto signo dentro de la misma categoría se muestran consolidadas.
Fuente: Fiducia S.A. Elaboración: BankWatch Ratings

En función de la distribución actual del portafolio y las políticas vigentes, se espera que la calificación de Crédito del Fondo Renta se mantenga estable.

Adecuada diversificación por sector y emisores

El portafolio de inversiones del fondo contiene títulos de 64 emisores locales. El número de emisores se ha reducido desde inicios de 2019 y decrece interanualmente en 7 emisores. A la fecha de corte, 47 corresponden a emisores del sector real, 9 son titularizaciones, 7 son instituciones financieras y 1 emisor del sector público (Ministerio de Finanzas).



Fuente: Fiducia S.A.
Elaboración: BankWatch Ratings

A feb-2020, el índice Herfindahl que mide la concentración por emisor se ubica en 4.22%, considerado como un nivel de concentración bajo, y es ligeramente mayor al indicador de ago-2019 (4.04%) y al reportado en feb-2019 (3.72%). El incremento de concentración se debe a la reducción de emisores que componen su portafolio por la menor oferta de títulos del sector real que cumplan con las políticas de inversión del fondo. El mayor emisor es la empresa La Fabril S.A. que tiene una participación del 9.2% del portafolio. El fondo cumple con las políticas de concentración establecidas en el contrato.

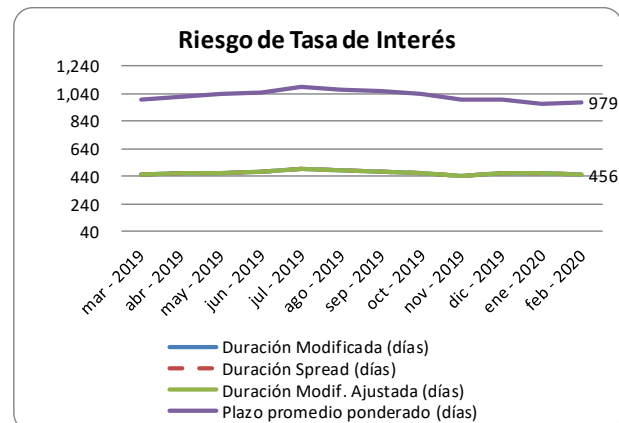


Fuente: Fiducia S.A.
Elaboración: BankWatch Ratings

Como hecho subsecuente se indica que en abril de este año 12 emisores que conforman el portafolio del Fondo Renta y que en conjunto representan 13.7% del activo financiero se han acogido a la resolución JPRMF-2020-0113-O. Este hecho reducirá la disponibilidad de recursos líquidos en aproximadamente USD 2.46MM. Frente a esto, el fondo mantiene la estrategia, en la coyuntura actual, de aumentar la proporción de fondos disponibles e instrumentos exigibles en el corto plazo.

Calificación de Volatilidad del Fondo

Riesgo de tasa de interés bajo



Fuente: Fiducia S.A.
Elaboración: BankWatch Ratings

Desde ago-2019, el plazo promedio ponderado (WAM) del fondo decrece hasta llegar a 979 días (2.7 años) a feb-2020 y contrasta con el plazo mínimo de permanencia del fondo de 90 días.

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 90 días, correspondiente a la política de permanencia mínima. 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 a la fecha de corte 456 días, lo que implica que por cada movimiento de $\pm 1\%$ en las tasas de interés vigentes, el valor del portafolio variaría aproximadamente en $\pm 1.27\%$. Al igual que en el plazo promedio ponderado, la duración modificada decrece en el semestre de análisis en 18.2 días, lo cual refleja una disminución de la sensibilidad en 0.05pp a movimientos de tasa de interés.

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 calidad del portafolio, dicho ajuste no genera incremento en el indicador frente al primero analizado.

Considerando la estructura del portafolio actual y las estrategias de la Administración, a futuro se esperaría que la sensibilidad a la tasa de interés mantenga una tendencia a decrecer.

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 (90 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 0.50%.

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 46 días, sin afectar la preservación del capital dentro del plazo mínimo de permanencia. Por este motivo, se concluye que la sensibilidad del fondo al riesgo de tasa de interés es baja.

Duración modificada (días)	455.68
Duración modificada (años)	1.27
Rentabilidad diaria promedio 12 meses	0.01525%
Horizonte de tiempo evaluado	90 días
Volat. asumida durante permanencia mínima	0.50%
Riesgo esperado DM (Volat x DM/360)	0.63%
Días comprometidos rentabilidad	41.49
Días comprometidos / permanencia mínima	46.1%

A feb-2020, una volatilidad de 0.50% de la tasa de interés afectaría en un 46.1% la rentabilidad otorgada dentro del plazo evaluado (90 días).

Fondo no apalancado financieramente

De acuerdo con 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, debido a los compromisos adquiridos con proveedores de servicios a cargo del fondo, los propios de las operaciones con los valores en que este invierte y las obligaciones por remuneraciones de su administradora.

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

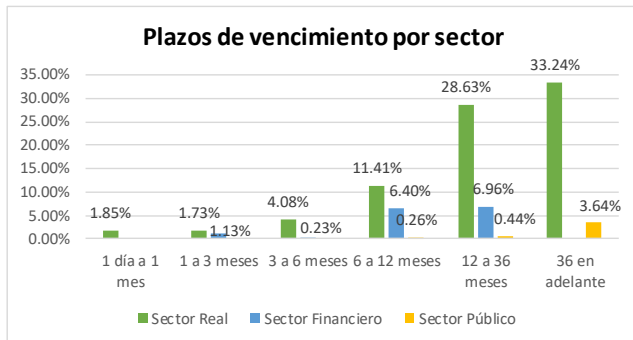
Liquidez adecuada para la volatilidad histórica de los rescates mensuales

La calificadoradora 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 adecuado.

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.

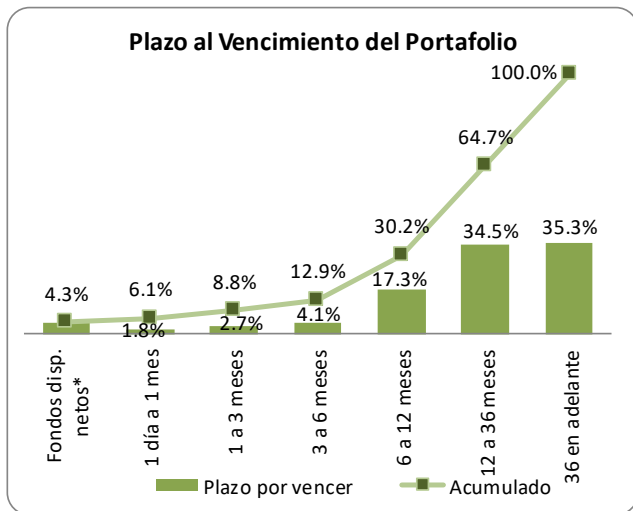
Adicionalmente, el Fondo debe mantener en fondos disponibles un valor equivalente a la máxima pérdida de liquidez esperada en un día bajo metodología VaR, con un nivel de confianza del 99%, sustentada en la variación patrimonial histórica del fondo.

La estructura actual de plazos del portafolio muestra una concentración en plazos superiores a 12 meses (72.9%), influenciado por la inversión en títulos del sector público y del sector real a mayores plazos para beneficiar de un mejor rendimiento al fondo.



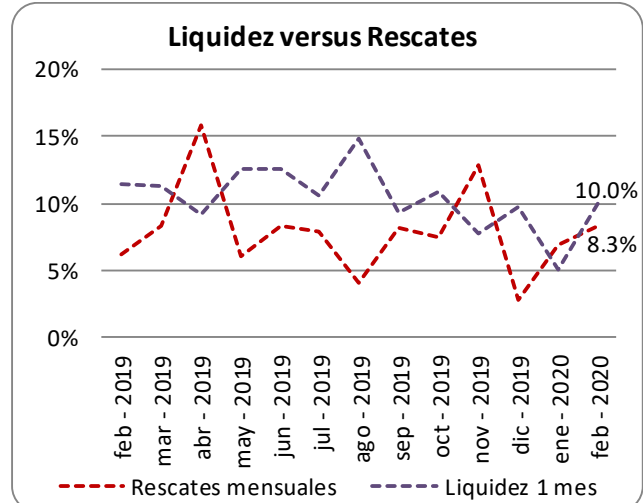
Fuente: Fiducia S.A.
Elaboración: BankWatch Ratings

A feb-2020, la participación de títulos con vencimientos hasta 90 días se reduce en 2.4pp contra feb-2019. Interanualmente, la estructura de plazos actual reduce ligeramente la liquidez del fondo. Si se consideran las amortizaciones y cupones de corto plazo del portafolio, la liquidez a un mes y a 3 meses llegaría a 10% y 17.2% respectivamente.



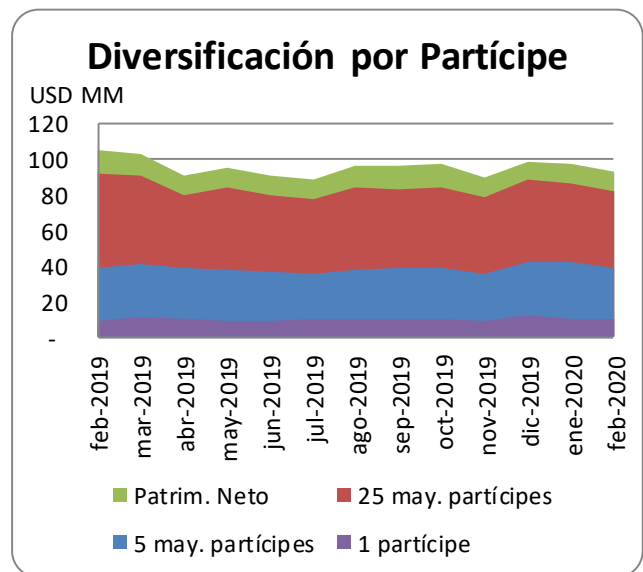
Fuente: Fiducia S.A.
Elaboración: BankWatch Ratings

Durante los últimos 12 meses los rescates del fondo han variado entre 2.8% hasta 15.8%, el mayor nivel de rescates registrado durante 2019 fue en el mes de abril, debido al retiro de fondos de los partícipes para el pago de impuestos, utilidades y participación a trabajadores. El fondo Renta al estar orientado al sector empresarial, principalmente sector asegurador, cuenta con picos de rescates durante los meses de abril y diciembre. Si bien la liquidez a un mes no cubre en todos los períodos el monto de los rescates, el ingreso de nuevos aportes ha sido una fuente de liquidez que ha reducido la necesidad de vender valores en el mercado.



*Liquidez a un mes incluye flujos proyectados de capital e interés del portafolio.
Fuente: Fiducia S.A. Elaboración: BankWatch Ratings

A la fecha de corte, los rescates representaron el 8.3% del patrimonio y en promedio durante el último año 7.9%. A feb-2020, la cobertura del requerimiento de liquidez a un mes por volatilidad fue de 0.91 veces, cobertura que ha disminuido comparativamente contra feb-2019 (1.18 veces).



Fuente: Fiducia S.A.
Elaboración: BankWatch Ratings

A pesar del crecimiento del número de partícipes en el fondo, los niveles de concentración no han disminuido pero se mantienen estables.

El fondo cuenta con altos niveles de concentración de partícipes, durante el último año la concentración promedio en los 25 mayores partícipes es de 87.7%, mientras a feb-2020 fue de 88.2% del patrimonio neto. Estos pertenecen en su mayoría a empresas del sector asegurador, por lo que el fondo es sensible ante coyunturas específicas de esta industria. A la fecha de corte, el mayor partícipe concentra el 11.1% del patrimonio del

fondo, incumpliendo con el límite de concentración establecido en la política interna, este exceso fue aprobado por el Comité de Inversiones.

La potencial necesidad de vender títulos en el mercado secundario con el fin de responder a los requerimientos de liquidez expone al fondo al riesgo de mercado y al riesgo de liquidez derivado de la poca profundidad del mercado de valores ecuatoriano. En situaciones no sistémicas, el hecho de manejar varios fondos y la calidad crediticia de los valores del portafolio mitiga 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 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 2020.