



Ecuador

Fondo Administrado Real

Calificación

Ene-2019	Jul-2019	Ene-2020
AAA- / V3	AAA- / V3	AAA- / V2

“AAA-”: Excelente calidad promedio de los activos del portafolio.

“V2”: Riesgo de mercado bajo.

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

Estadísticas del Fondo

Total Activos (USD M)	49,270
Total Patrimonio (USD M)	49,127
No. Partícipes	359
Duración modificada Promedio (*)	165 días
WAM promedio (*)	278 días
% Inversiones en otras monedas	0%
Volatilidad Promedio σ (**)	0.29%
Rentabilidad Promedio (**)	4.29%
Coef. Variación* (σ /Rentab. Prom.)	6.71%

* Promedio de últimos doce meses

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

Administradora del Fondo:

FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos

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 Real al 30 de noviembre de 2019.

Excelente calidad crediticia del portafolio de inversiones: El 96.3% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación AAA- o superior. El portafolio muestra concentración en nueve instituciones financieras, riesgo que se mitiga parcialmente por su perfil crediticio reflejado en su calificación de riesgo pública.

Riesgo de mercado bajo: La Calificación de Volatilidad del Fondo Real recoge el criterio de la calificadoradora respecto a una baja exposición del Fondo a factores de riesgo que pueden generar volatilidad en la rentabilidad del portafolio. Los principales factores analizados son la sensibilidad a la tasa de interés del portafolio, el riesgo de spread crediticio, el plazo promedio ponderado del portafolio frente a su perfil de redención, y la liquidez que mantiene el Fondo frente a la volatilidad histórica de los rescates y la concentración de sus partícipes. La calificación actual también incorpora un ajuste por la concentración del portafolio.

Riesgo bajo de tasa de interés y riesgo spread: La sensibilidad a la tasa de interés del portafolio, medida por la duración modificada y a la duración modificada ajustada por el riesgo de spread crediticio, ha mostrado una tendencia a decrecer en este semestre, y actualmente refleja un riesgo bajo, gracias a una mayor participación de valores con plazos por vencer de corto plazo. Si bien a noviembre-2019 se aprecia una fuerte disminución de dicha sensibilidad frente a los meses anteriores, esperamos que en el corto plazo dicha tendencia se revierta acorde a su comportamiento histórico y políticas actuales.

Importantes niveles de liquidez mitigan en parte la concentración de partícipes y la volatilidad de rescates: Los rescates del fondo son elevados y muestran un comportamiento estacional; en algunos meses han superado a los aportes del mismo período, lo cual se ha reflejado en reducciones en el tamaño del patrimonio neto. Este comportamiento es consistente con la naturaleza casi a la vista del fondo, y se refleja en la necesidad de mantener niveles de liquidez importantes.

Por otro lado, el Fondo conserva altos niveles de concentración entre sus principales partícipes, a pesar de que existe una leve y paulatina tendencia a reducirse. La estructura de plazos del portafolio, la calidad del activo, el beneficio de la Administradora de administrar otros fondos y la gestión proactiva con clientes y otros inversionistas institucionales para planificar su liquidez y encontrar mercado secundario, mitigan el riesgo de negociación del portafolio en escenarios de necesidad de liquidez, por lo cual no se aprecian afectaciones a la rentabilidad del fondo en los meses de mayor volatilidad.

Factores que podrían incidir en la calificación a futuro: La Calificación de Crédito podría modificarse en la medida en que el Fondo cambie sus políticas de inversión o se desvíe de las mismas. Con respecto a la calificación de Volatilidad, es probable que en el futuro regresa a niveles de riesgo moderado, en la medida en que vuelva a incrementarse la duración promedio del portafolio.

Fecha Comité: 27 de enero de 2020

Corte de Información: 30 de noviembre de 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.

Las calificaciones de fondos de BWR no incluyen el *riesgo de evento*, definido como un acontecimiento no anticipado y de baja probabilidad de ocurrencia. Importantes riesgos de evento para fondos incluyen cambios repentinos, dramáticos e inesperados en los precios o la liquidez de los mercados financieros y decisiones regulatorias adversas, así como litigaciones y liquidaciones masivas impulsadas por los factores mencionados arriba u otros motivos. Las calificaciones incluyen un supuesto razonable sobre la vulnerabilidad del fondo a los acontecimientos en los mercados financieros o a las presiones regulatorias, pero los detalles específicos sobre el acontecimiento y su efecto no se conocerán hasta que el evento haya sido anunciado o consumado, y es recién entonces que se podrá investigar el efecto que tendrá sobre la calificación.

Perfil

Fondo de corto plazo con orientación empresarial

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

Características Principales

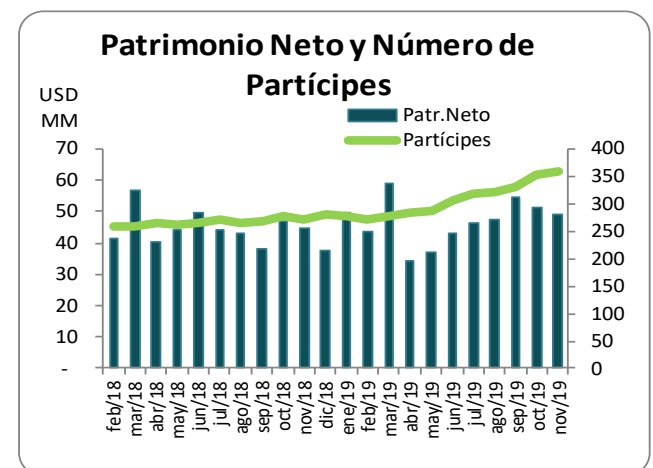
Tipo de Fondo	Renta Fija
Monto inicial de inversión	USD 1,000
Monto mínimo de incrementos	USD 500
Plazo mínimo permanencia	4 días hábiles

Días mínimos de preaviso rescate	3 días hábiles
Penalidad por rescates anticipados	2% o 6% del valor a rescatar
Orientación	Empresarial
Custodios	Produbanco, Decevale, BCE

Cada aporte que realice un partícipe sólo podrá ser retirado una vez que transcurran 4 días hábiles desde la fecha en que se hizo efectiva su inversión, siempre y cuando solicite el rescate con al menos tres días hábiles de anticipación a la fecha de pago del rescate. La administradora podrá aplicar una comisión del 2% sobre el valor del rescate de no cumplirse con el plazo mínimo de permanencia o los días de preaviso mínimos; o el 6% sobre el valor del rescate en caso de que el volumen de rescates por uno o varios partícipes, en el mismo día, llegara al 5% del patrimonio total del fondo.

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.

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.



Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

El patrimonio neto del fondo administrado ha presentado variaciones durante los últimos 12 meses, llegando a su máximo (USD 59.05MM) en mar-2019 y un mínimo (USD 34.11MM) en abr-2019. A partir de dicha fecha el patrimonio ha presentado un crecimiento sostenido hasta alcanzar un saldo de USD 49.13MM en nov-2019, monto ligeramente menor al reportado a inicios de 2019. A la fecha de corte, el patrimonio neto presenta un crecimiento



anual de 9.3%, influenciado por mejores rendimientos y mayor número de partícipes.

El patrimonio se encuentra constituido por el aporte de 359 partícipes a nov-2019, un 32% mayor al mismo período del año anterior (+87 partícipes). A pesar del mayor nivel de diversificación de partícipes el fondo todavía mantiene una alta concentración debido al enfoque comercial corporativo del fondo. A la fecha de corte, los 25 mayores partícipes representan 67.12% del patrimonio neto.

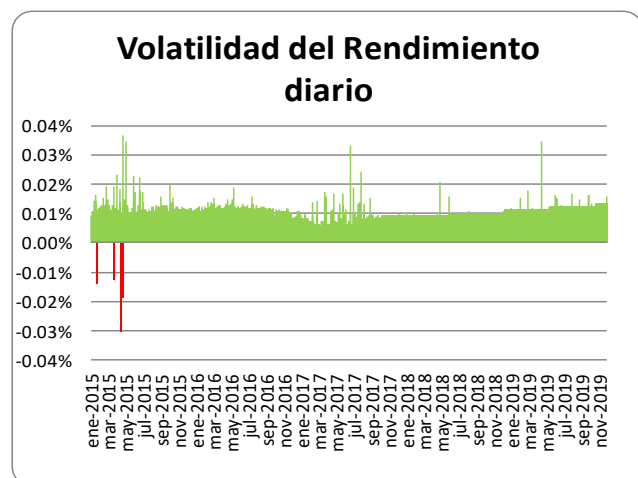
Antecedentes del fondo

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

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

Desempeño histórico del Fondo Real

El rendimiento diario del valor de la unidad del fondo no presenta valores negativos desde mediados del 2015. Previa a esta fecha, las disminuciones en el valor de la unidad se basaron en valoraciones por el vector de precios y fueron compensadas con los rendimientos de los días subsiguientes. En los últimos doce meses a la fecha de corte, el rendimiento diario registra un crecimiento promedio de 0.016% y el valor de la unidad se ubica en USD 0.391.



Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

La rentabilidad mensual anualizada promedio mantiene una tendencia a incrementarse desde fines diciembre 2018, en línea con lo que ocurre con

la tasa pasiva del sistema financiero ecuatoriano. A nov-2019, se registra una rentabilidad de 4.69%, el mayor rendimiento de los últimos 24 meses y que está 1.34pp por encima del rendimiento registrado en nov-2018.

Volatilidad Promedio (*)	0.29%
Rentabilidad Promedio (*)	4.29%
Coef. Variación* (σ/Rentab. Prom.)	6.71%

* Promedio de últimos 12 meses.

Durante 2019 la variación de los rendimientos mensuales ha sido ligeramente mayor en comparación a la misma fecha de 2018, por lo que la desviación estándar del rendimiento a la fecha de análisis subió en 17 puntos básicos en relación con la registrada en nov-2018.

Principales Políticas de Administración

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

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

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

Principales límites de inversión

Calificación mínima de emisiones de deuda del sector real y titularizaciones locales	AA
Calificación mínima de inversiones en instituciones financieras	AA-
Calificación mínima de emisiones de entidades del exterior	AA o A1-P1
Límite de concentración por partícipe	15%
Concentración máxima en un emisor del sistema financiero	20%
Concentración máxima en un emisor del sector real	5%
Concentración máxima en sector financiero	100%
Concentración máxima en sector real	30%
Duración máxima del portafolio	Hasta 360 días
Liquidez mínima a 30 días	30%
Límite máximo de renta variable y reportos bursátiles	0%

Los límites de concentración sectoriales se han mantenido dentro de sus políticas, con excepción de los meses de abril y mayo 2019 donde la participación de títulos corporativos superó el límite (33.3% y 36.3% respectivamente). A la fecha de corte los títulos del sector real cuentan con una participación de 2.5% del portafolio mientras que en el sector financiero se concentra el 97.5%. Se observa una desinversión acelerada dentro del sector real, ya que su participación en el portafolio decrece 34pp en comparación con el anterior seguimiento y 14pp anual, mientras que las inversiones en el sector financiero se incrementan (+USD 14.11MM anual).

Los menores niveles de concentración en el sector corporativo genera mayores niveles de liquidez a corto plazo. El administrador del fondo ha señalado que una de las razones de desinversión del sector real es por la falta de oferta de instrumentos con el perfil de riesgo adecuado y que cumpla con su políticas y análisis. La administradora espera recuperar su exposición al sector real en función de la expectativa de nuevas emisiones para el primer trimestre de 2020.

Por otro lado, durante el último año el límite de concentración en un emisor se encuentra dentro de los parámetros definidos.

El Comité de Inversiones ha dispuesto que al menos el 30% del patrimonio del fondo debe permanecer en títulos con un plazo máximo de 30 días, lo cual se ha cumplido en el semestre con excepción de sep-2019. Se resalta que, a la fecha de corte, la liquidez a 30 días supera dicho porcentaje en 16pp.

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

Con respecto a la política de concentración por partícipe de 15%, durante los últimos seis meses solamente se incumplió en septiembre 2019 durante el cual el mayor partícipe alcanzó una participación de 18.1%, y se regularizó en el mes posterior.

En cuanto a la duración del portafolio, el Comité de Inversiones estableció una duración máxima de 360 días, límite que ha sido respetado y cumplido durante el último semestre. A la fecha de corte, esta es de 90 días y refleja la mayor proporción de títulos (70%) con vencimientos entre 1 a 3 meses. Los títulos con vencimientos mayores benefician la rentabilidad del fondo, pero expanden la sensibilidad a cambios en la tasa de interés.

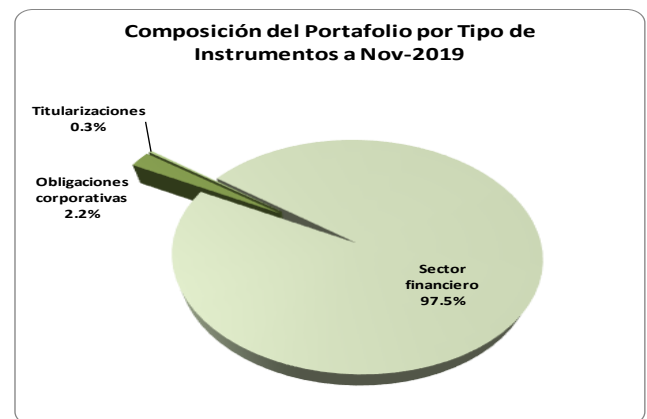
El fondo Real cuenta con fondos disponibles por USD 1.4MM, recursos se encuentran depositados en siete instituciones financieras privadas con calificaciones de riesgo en escala nacional de AAA- o superiores.

Se resalta que la gran mayoría de los recursos disponibles está en dos de dichas instituciones (64%).

Composición del portafolio

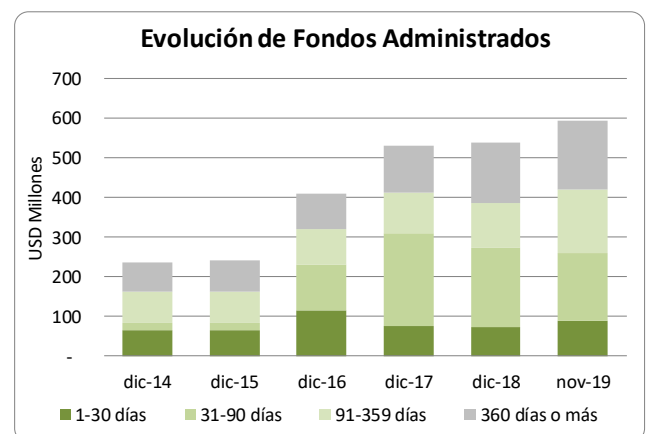
A nov-2019, el portafolio de inversiones del fondo Real suma un total de USD 47.81MM, invertidos en su totalidad en instrumentos de renta fija por política del Comité de inversiones y diversificado en 21 emisores locales.

El portafolio de inversiones históricamente ha estado conformado en su mayoría por títulos del sistema financiero, los cuales a nov-2019 representan el 97.5% del portafolio con un saldo de USD 46.63MM, repartidos en certificados de depósitos, de inversión, pólizas de acumulación y avales. El restante del portafolio (USD 1.19MM) se encuentra invertido en obligaciones y titularizaciones corporativas. El 45% del portafolio cuenta con vencimientos no mayores a 30 días



Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

Mercado de Fondos de Inversión Administrados



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

El negocio de fondos se ha beneficiado desde el 2016 de 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.



a la creación de sinergias con grupos económicos clave, con el fin de conseguir emisiones dirigidas para ellos, ayudarlos en su gestión de financiamiento, y paralelamente expandir las operaciones de la fiduciaria a otras empresas de esos grupos.

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

Experiencia en la administración de fondos

A través de la compra de Fondos Pichincha y posterior fusión por absorción de dicha empresa, Fideval hereda la administración tanto del fondo Real como de los fondos Porvenir y Dinámico; estos últimos dos se liquidaron voluntariamente.

La empresa conservó personal operativo clave de Fondos Pichincha y mantuvo la infraestructura tecnológica necesaria para este negocio. La fiduciaria absorbida había manejado fondos de inversión desde 1995 por lo que tenía experiencia en este tipo de negocios.

A nov-2019, Fideval administra cinco fondos de inversión, con un patrimonio neto agregado de USD 184 MM. El 36.8% del total del patrimonio administrado corresponde al Fondo Futuro; el 26.7% pertenece al Fondo Real; el Fondo Flexible 30-60 ocupa el 15.4% del total; el 14.2% corresponde al Fondo Ideal 180 y el Fondo Fixed 90 el 7% restante.

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

Procesos de selección y monitoreo crediticio

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

A nov-2019, los integrantes del Comité fueron designados por el Directorio de Fideval en enero-2018, y ejercerán sus funciones por el período estatutario de 2 años. Los miembros principales son el Gerente General de Fideval, el Gerente de Fondos de Inversión, dos Gerentes de Inversiones, y la Gerente comercial de Fondos.

El Comité debe reunirse habitualmente la primera

quincena de cada mes, para revisar el desempeño de los fondos administrados y definir las políticas y estrategias de inversión, en función de la coyuntura local y las perspectivas a futuro.

A partir de octubre del 2017, la Unidad de Riesgos, antes perteneciente a la estructura interna de Fideval, se constituyó como una empresa externa relacionada, bajo el nombre de GCFNI Research Analysis GCFNI S.A. (de ahora en adelante GCFNI), y realiza las mismas actividades y operaciones de análisis de riesgos para Fideval que ejecutaba cuando formaba parte de la Administradora de Fondos.

De esta manera, la nueva empresa mencionada apoya al Comité de Inversiones de la Fiduciaria en el control del riesgo del portafolio. GCFNI se dedica principalmente a construir políticas y procedimientos para el manejo de riesgos y monitorear su cumplimiento de manera independiente a la gestión de la Administradora. GCFNI recomienda procedimientos y herramientas para mitigar los eventos de riesgo asociados a la gestión de fondos al Comité de Inversiones.

Asimismo, Fideval cuenta con un comité semanal denominado "ALCO", en el que se revisan cifras del mercado de Fondos y el desempeño de los mismos. Estos comités cuentan con presentaciones de datos estadísticos relevantes y modelos predictivos del comportamiento de las inversiones y los rescates.

Además de los límites de inversión explicados en secciones anteriores de este informe, la Política de Riesgos actual contempla la utilización de una matriz sistemática de evaluación, en conjunto con el análisis financiero del emisor y el análisis sectorial, para determinar el riesgo de una emisión. La matriz de evaluación considera distintas puntuaciones según las características del instrumento, como son su calificación, análisis de la calificador de riesgo por emisor, y otros parámetros objetivos y subjetivos que dependen también del tipo de instrumento y de la clase de emisor (financiero o del sector real).

GCFNI prepara estudios de riesgo financiero que son incorporados al análisis interno de Fideval, y en función de estos recomienda la compra o no del título examinado. Si el resultado del análisis muestra un resultado favorable, y la recomendación de GCFNI es favorable, las inversiones son autorizadas por un miembro del Directorio; caso contrario deben ser aprobadas por el Comité de Inversiones.

En el caso de emisores evaluados como de riesgo bajo y medio, el cupo asignado será definido según la metodología de la unidad de riesgos y de dos de las tres personas designadas por el directorio. Para emisores de riesgo alto y medio-alto no se aprueban



cupos, sin embargo, se pueden realizar excepciones solicitando autorización al comité de inversiones, el cual podrá aprobar siempre y cuando todos los miembros estén de acuerdo o evalúen que dicha emisión cuenta como resguardo algún tipo de titularización que sea administrada por Fideval. A esto se suman límites establecidos con relación a la duración y liquidez del portafolio, que son monitoreados mensualmente por GCFNI y reportados al Comité de Inversiones.

Con relación a otros riesgos de contraparte, la Administradora trabaja con varias casas de valores de su confianza, que contacta dependiendo de la operación bursátil que quiere realizar.

GCFNI realiza el monitoreo de las distintas exposiciones a emisores del sector real, a través de la solicitud de información a los mismos y el análisis financiero correspondiente, con una periodicidad trimestral, semestral o anual, en función del nivel de riesgo de cada inversión. Estos reportes son revisados mensualmente por el Comité de Inversiones.

Adicionalmente, el área de tesorería realiza análisis continuos y técnicos del portafolio de inversiones, incluyendo su propio análisis CAMEL para el sector bancario y un análisis de participación de mercado por inversionista institucional. Estos sirven de apoyo para la toma de decisiones en cuanto a las estrategias de inversión y de diversificación de los fondos.

Controles internos, políticas operacionales, y sistemas tecnológicos

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

Las transacciones de Tesorería son registradas en el sistema informático especializado Gestor por el *Trader*. A nivel interno, existe una adecuada separación de funciones: Tesorería realiza las operaciones bursátiles y el departamento de Operaciones se encarga de la verificación y de apoyo operativo.

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

Con respecto a la valoración del portafolio invertido a más de un año, la Tesorería y el área de Operaciones son las encargadas de ingresar diariamente los precios al sistema Gestor, en función del vector publicado por la bolsa de valores. Existen posiciones que no se valoran bajo este mecanismo por su clasificación contable y/o plazo por vencer. Los títulos de plazo menor a un año y aquellos *mantenidos al vencimiento* se valoran automáticamente considerando la amortización lineal del premio o descuento negociado en su compra.

Los pagos derivados de las transacciones bursátiles realizadas por la Tesorería de Fideval son ejecutados por el área de Operaciones, y se manejan distintos niveles de aprobación de acuerdo con el monto manejado, lo cual limita el riesgo de desvío de fondos. Adicionalmente, las negociaciones se realizan por bolsa y se pagan directamente a las cuentas establecidas por las casas de valores. En el caso de las negociaciones de certificados de depósito con instituciones financieras, estas se acreditan en cuentas de estas en el Banco Central.

La certificación ISO 9001 se encuentra actualizada a la versión 2015, lo cual genera confianza en que los procedimientos se encuentran establecidos y bien documentados. La organización de funciones operativas y responsabilidades por actividad, empleado y área están adecuadamente levantadas, formalizadas y comunicadas dentro de la organización. Esto permite que el control de riesgos operaciones sea estricto y eficiente.

La Administradora mantiene una infraestructura tecnológica que soporta las necesidades actuales y a mediano plazo de la administración de fondos y fideicomisos. Para la gestión de fondos, se utiliza el sistema especializado Gestor, heredado de la fusión con Fondos Pichincha, el cual se encuentra debidamente configurado para apoyar el registro contable y control del portafolio de cada fondo.

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

Calificación de Crédito del Fondo Real

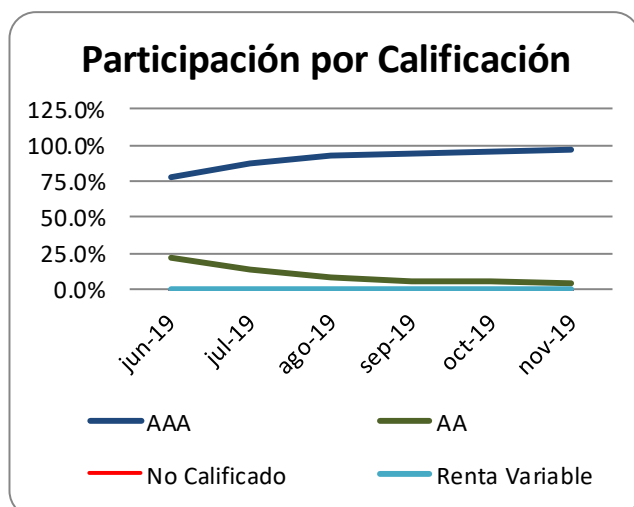
Excelente calidad promedio de los activos del portafolio.

El portafolio del fondo Real se encuentra conformado por inversiones con altas calificaciones públicas de riesgo de crédito, las cuales se alinean a las políticas establecidas por el Comité de inversiones.



Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

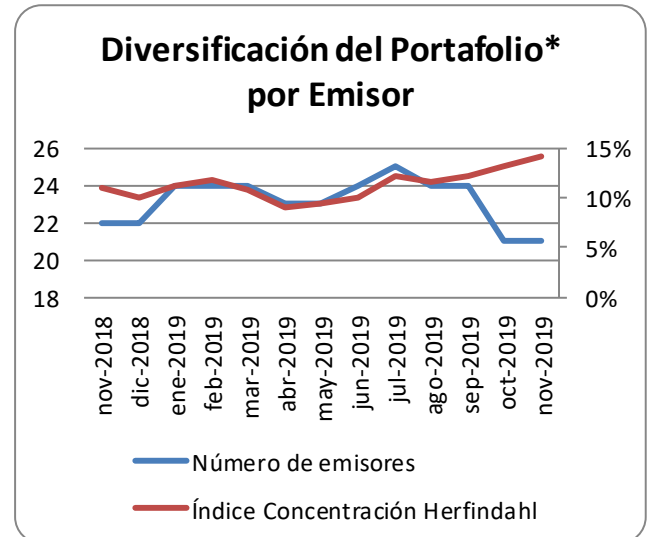
Dentro del portafolio de inversiones priman los títulos con una calificación de riesgo en escala nacional de AAA- o superior, que representan el 96.3%. La calidad de los títulos y emisores que componen el portafolio ha evolucionado favorablemente durante el último año, ya que las categorías “AAA” y “AAA-” en conjunto aumentan su participación en 16pp. El portafolio cuenta con una pequeña proporción de títulos “AA+” (3.75%).



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

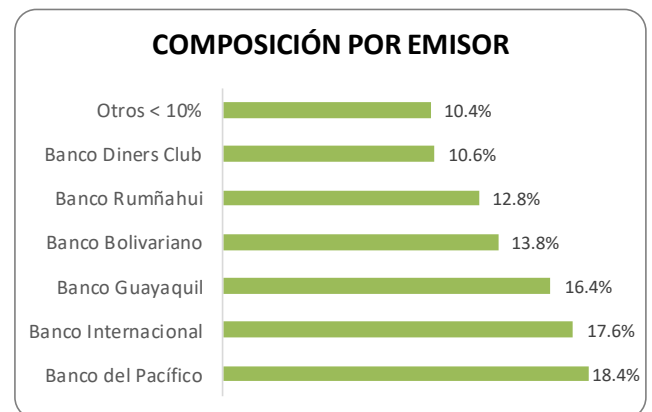
Concentración en emisores del sistema financiero

El portafolio de inversiones del fondo contiene títulos de 21 emisores, cifra que se reduce al compararlo con el anterior seguimiento y anualmente. A la fecha de corte, 9 son instituciones financieras, 10 son empresas del sector real y mantiene valores de 2 titularizaciones de cartera.



* Cálculo no considera los fondos disponibles.
Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

A nov-2019, el índice Herfindahl, que mide la concentración por emisor, es mayor al de los últimos seis meses, ubicándose en 14.2%, dicho incremento es consecuencia de la reducción del número de emisores corporativos y concentración en 3 emisores del sector financiero, cuyos títulos suman el 52.4% (sin que ninguno alcance por sí sólo el 20%).



Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

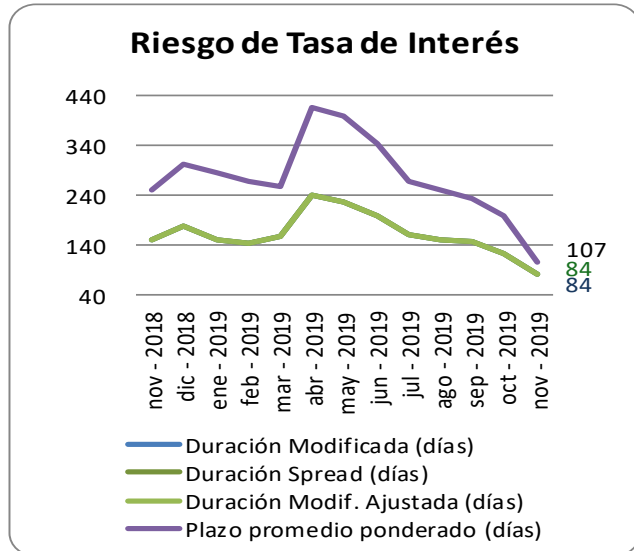
Este riesgo de concentración es mitigado parcialmente por la calificación de riesgo de los emisores, ya que 8 de las instituciones financieras tienen calificaciones en escala local de AAA- o superior. Adicionalmente, el corto plazo de gran parte de los títulos mitiga la posición en riesgo.

Por otro lado, los títulos del sector corporativo cuentan con vencimientos con plazos superiores a

12 meses con la finalidad de contribuir con la rentabilidad del fondo.

Calificación de Volatilidad del Fondo

Riesgo de tasa de Interés y riesgo spread moderado.



Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

El plazo promedio ponderado de los últimos 12 meses ha mostrado volatilidades altas y a partir de abr-2019 se aprecia una tendencia decreciente, anualmente el plazo promedio del portafolio disminuye en 144 días. A nov-2019 se ubica en 107 días, el indicador más bajo desde 2017, consistente con la venta de títulos del sector real que contaban con plazos de vencimiento mayores.

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 a la fecha de corte un valor de 84 días. Lo anterior implica que, por movimientos paralelos de 1% en las tasas de interés de mercado, el valor del portafolio variaría 0.23%. Se resalta que al igual que en el plazo promedio ponderado, la duración modificada decrece en el último año, con una variación de 69 días, disminuyendo la exposición a pérdidas de valor del portafolio a la fecha.

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 cuatro días, sin afectar la preservación del capital.

Duración modificada (Días)	84.10
Duración modificada (Años)	0.23
Rentabilidad diaria promedio 12 meses	0.0119%
Horizonte de tiempo evaluado	15 días
Volat. Asumida durante horizonte evaluado	0.20%
Riesgo esperado (V *DM/360)	0.05%
Días comprometidos rentabilidad	4
Días comprometidos / permanencia mínima	27%

A nov-2019, una volatilidad de 0.20% de la tasa de interés afectaría en un 27% la rentabilidad otorgada dentro del plazo evaluado (15 días). Por tanto, desde la perspectiva de preservación de capital, el riesgo de tasa de interés se considera bajo

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 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.

Volatilidad elevada y concentración por partícipe

Debido a la baja bursatilidad del mercado de valores ecuatoriano y la metodología de valoración dispuesta legalmente, el valor en libros de los títulos puede diferir del valor real en caso de liquidación. Por este motivo, la venta de inversiones

del portafolio para cubrir requerimientos de liquidez puede generar una volatilidad en el valor de la unidad no recogida por los indicadores tradicionales.

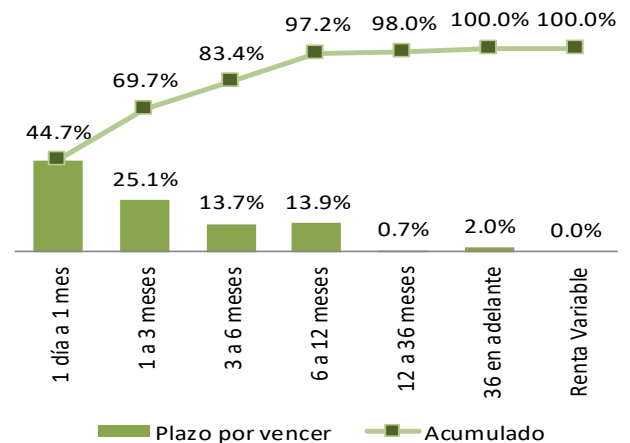
La calificadora estima el requerimiento de liquidez mensual del Fondo en condiciones normales, en función de dos parámetros: la volatilidad histórica de los rescates del fondo, y la concentración de los partícipes. En función de estos indicadores, se estima que el riesgo de volatilidad proveniente del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

Basándose en el análisis de requerimientos históricos diarios del Fondo Real, la Administradora establece como estrategia mantener una liquidez a 1 mes que cubra retiros de al menos 30% del patrimonio neto del fondo. A nov-2019 la liquidez a un mes superó el requerimiento al ser de 46.14%. Sin embargo, durante los últimos seis meses existió una excepción en sep-2019.

Considerando las características del fondo y los altos niveles de concentración en partícipes, la volatilidad en rescates se ve presente en el tiempo. En los últimos 12 meses los rescates y cancelaciones mensuales han variado entre 40.8% y 88.1% del valor del patrimonio neto del fondo, con cuatro principales picos que superan el 80% del patrimonio neto en abril, julio, septiembre y octubre, siendo este último un nuevo máximo porcentual de rescate dentro del fondo. Durante los últimos 6 meses los aportes han sido suficientes para contrarrestar el efecto de los rescates con excepción de los meses de octubre y noviembre de 2019 donde el patrimonio disminuyó. A nov-2019 el promedio anual de rescates mensuales se sitúa en 70.8%.

administración con algunos participantes del mercado le puede facilitar la negociación de parte del portafolio frente a necesidades de liquidez. Cabe mencionar que en escenarios de liquidez sistémicos esta opción podría limitarse.

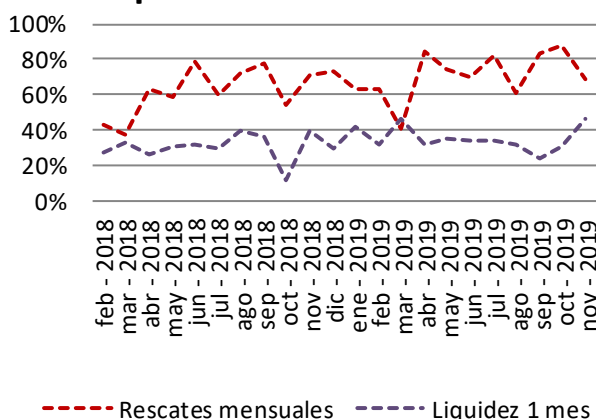
Plazo al Vencimiento del Portafolio



Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

La estructura actual de plazos del portafolio muestra una acumulación hasta los 90 días del 69.7% del mismo, porcentaje superior al presentado a nov-2018 (50.8%).

Liquidez versus Rescates

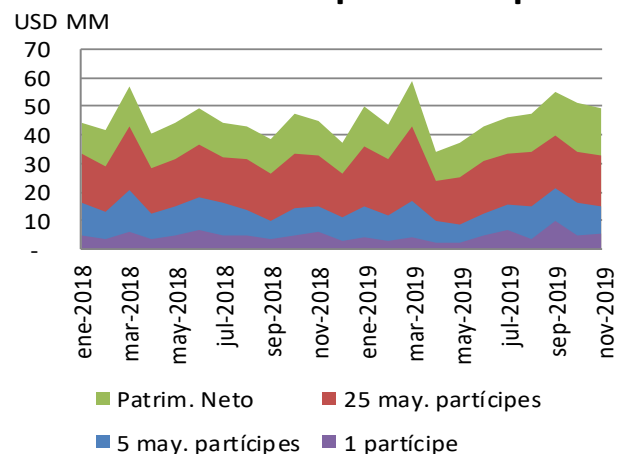


* Liquidez a un mes incluye flujos proyectados de capital e interés del portafolio.

Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

El riesgo de pérdidas por liquidación del portafolio es mitigado en gran parte por la calidad de los activos del fondo y sus plazos de vencimiento. También, las positivas relaciones que maneja la

Diversificación por Partícipe



Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

A pesar de que el número de partícipes ha aumentado durante los últimos 12 meses, la concentración en los 25 más grandes se mantiene relativamente estable con poca variación. A la fecha de corte este grupo participa con el 67.1% del total del patrimonio neto del fondo, con lo cual se reduce en 6.2pp frente a nov-2018.

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. © Bank Watch Ratings 2020.