



Ecuador

Fondo de Inversión Administrado Futuro

Calificación otorgada

jul-19	ene-20
AAA- / V3	AAA- / V3

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

“V3”: Riesgo de mercado moderado

Estadísticas del Fondo

Total Activos (USD M)	67,723
Total Patrimonio (USD M)	67,659
No. Partícipes	1,120
Duración modificada Promedio (*)	570
WAM promedio (*)	1,077
% Inversiones en otras monedas	0%
Volatilidad Promedio σ (**)	0.07%
Rentabilidad Promedio (**)	6.02%
Coef. Variación* (σ /Rentab. Prom.)	1.15%

* 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

José Solís Aparicio
(5932) 226 9767 ext. 113
jsolis@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 *Futuro* al 30 de noviembre de 2019. El Comité de Calificación decidió mantener la calificación de crédito del Fondo de AAA-, en vista de que la calidad de los títulos que componen el fondo se mantiene. Así mismo, decidió mantener la calificación de Volatilidad en V3.

Excelente calidad crediticia del portafolio de inversiones: el 77% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación de riesgo de AAA- o superior. La mayoría de la porción restante se encuentra colocada en calificaciones dentro del rango AA y AA+ (22.4%). Adicionalmente, el Fondo mantiene un 0.09% de participación en el título de un emisor con calificación C, que se encuentra en proceso de restructuración.

Riesgo de mercado moderado: La Calificación de Volatilidad del Fondo Futuro recoge el criterio de la calificadoradora respecto a la exposición de este, 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: La duración promedio del portafolio refleja actualmente una sensibilidad baja del valor del portafolio a movimientos en la tasa de interés y a variaciones en el spread crediticio, medido por la duración modificada y la duración modificada ajustada.

Liquidez de corto plazo ajustada: La volatilidad de los retiros y la concentración de los partícipes afectan la liquidez del fondo. En caso de presentarse un incremento importante de los rescates, el fondo podría verse expuesto a la necesidad de vender títulos en condiciones no favorables y por tanto asumir riesgos de mercado propios de un sistema poco profundo y con mecanismos imperfectos de valoración. Estos riesgos se mitigan parcialmente por normas internas establecidas de permanencia mínima y montos mínimos de aportación. Por otro lado, en algunos periodos mensuales los recursos líquidos se han presionado considerablemente. El fondo ha aumentado la concentración en los 25 mayores partícipes, los cuales en su mayoría son empresas aseguradoras. La Administradora esta considerando impulsar reformas que contribuyan a mitigar estos riesgos.

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 modifique la participación de inversiones con calificación igual o superior a la otorgada.

La calificación de Volatilidad del Fondo se encuentra limitada por el nivel de liquidez a corto plazo y la concentración de sus partícipes, por lo cual una mejora en estos dos factores serían los principales determinantes de una mejor calificación de volatilidad a futuro.

Fecha Comité: enero 27, 2020

Corte de Información: noviembre, 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 antes de que haya sido anunciado o consumado, y es recién entonces cuando se podrá investigar el efecto que tendrá sobre la calificación.

Perfil

Fondo de mediano a largo plazo de ahorro programado

El Fondo de Inversión Administrado Futuro Ahorro Programado (en adelante Fondo Futuro) se constituyó en abril de 2014 y su funcionamiento fue autorizado en julio del mismo año. Su Reglamento Interno y Contrato de Incorporación fueron inscritos en el Registro de Mercado de Valores en agosto de 2014.

El fondo fue creado como mecanismo de ahorro programado, mediante el cual sus partícipes pueden proyectar un monto de ahorro en el mediano y largo

plazo (mínimo un año).

Las principales características del Fondo Futuro se resumen a continuación:

Características Principales

Tipo de Fondo	Mixto
Moneda	USD
Monto mínimo de inversión ordinaria	USD 20
Monto mínimo de aportes extraordinarios	USD 100
Plazo mínimo permanencia para aportes ordinarios	Mínimo 1 año
Días de preaviso de aportes ordinarios	2 días hábiles a partir de fecha de solicitud
Plazo mínimo permanencia para aportes extraordinarios	90 días
Días de preaviso para aportes extraordinarios	3 días hábiles
Orientación	Ahorro Programado
Custodios	Produbanco, Decevale, BCE

El saldo mínimo permanente de ahorros ordinarios será equivalente al monto mínimo de inversión mensual multiplicado por la periodicidad de aportación, que puede ser mensual, trimestral, semestral o anual. A la fecha de corte, este monto es de USD 20.

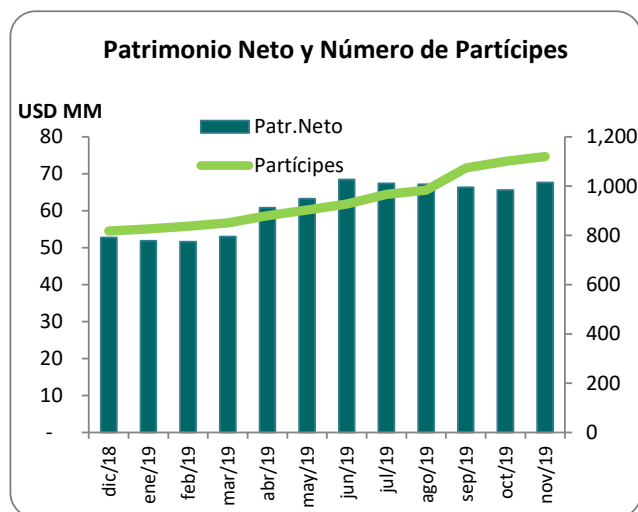
Cada partícipe define en el Contrato de Incorporación el plazo mínimo de permanencia de sus aportes ordinarios, el cual debe ser al menos de un año desde su colocación. Los aportes ordinarios, es decir, aquellos que el partícipe se compromete a realizar en forma fija y permanente, deberán cumplir con dicho plazo de forma global. El fondo también permite la realización de aportes extraordinarios. Estos requieren de una permanencia mínima de 90 días y su monto mínimo de aportación es de USD 100.

Por otro lado, en caso de que un partícipe quiera retirar su monto acumulado de aportes ordinarios antes de cumplirse el plazo mínimo de permanencia, se aplican descuentos en rentabilidad de acuerdo con la fórmula detallada en el Reglamento Interno. La penalización no se aplica en los casos emergentes definidos en dicho documento, que consisten en: muerte o enfermedad catastrófica, rara o huérfana del titular o uno de sus familiares hasta primer grado de consanguinidad; o desempleo por más de tres meses consecutivos.

El reglamento interno del Fondo le da la flexibilidad al partícipe para que, en caso de requerirlo,

modifique las características particulares originalmente pactadas, tales como el monto de aporte ordinario, periodicidad y forma de pago de los aportes periódicos y periodicidad de pago de los rescates.

El enfoque de Fondo Futuro fue inicialmente dirigido a personas naturales como un mecanismo de ahorro. Sin embargo, las características del fondo han sido atractivas para el sector asegurador y también el corporativo, los cuales han aportado en gran medida al crecimiento del patrimonio neto del fondo. Esto se ve reflejado en la alta participación de dichas empresas en la conformación de los partícipes del fondo.



Fuente: Fideval
Elaboración: BankWatch Ratings

A la fecha de análisis, Fondo Futuro cuenta con 1120 partícipes, lo que refleja un crecimiento de alrededor del 40% frente a noviembre-2018 (801). Del total de partícipes, 1071 son personas naturales que registran una inversión promedio de USD 9,488 y 49 personas jurídicas que mantienen un monto promedio de USD 1'173,434. La concentración del fondo por partícipe es alta ya que el 85% (77% a nov-2018) del patrimonio corresponde a las instituciones jurídicas.

Desempeño histórico del Fondo Futuro

Volatilidad Promedio σ (*)	0.07%
Rentabilidad Promedio (*)	6.02%
Coef. Variación* (σ /Rentab. Prom.)	1.15%

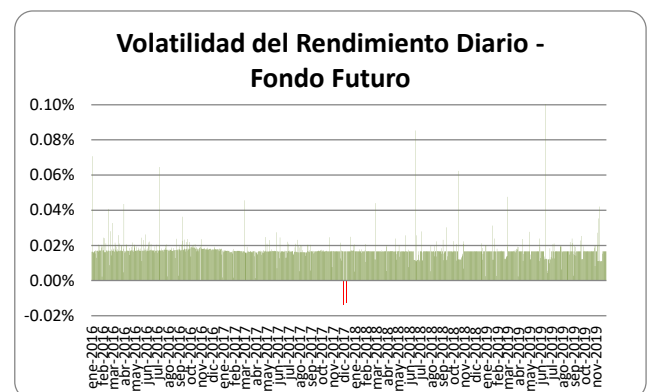
* Promedio de últimos 12 meses.

La rentabilidad promedio mensual anualizada del Fondo Futuro es 6.02%, para los últimos doce meses. La rentabilidad mensual anualizada ha fluctuado en dicho período entre 5.93% y 6.07%. La administración mantiene como objetivo actual generar en promedio una tasa de rendimiento anual del 6%.

En el mismo período, la desviación estándar del

rendimiento fue 0.07% anual, que se considera baja, lo cual se asocia especialmente a que el valor de los títulos no varía de manera importante porque el vector de precios ha mostrado menor volatilidad que en otros años. Durante el 2019 las tasas de rendimiento en el mercado mostraron una tendencia a incrementarse, por una menor liquidez en el sistema bancario, lo cual redujo las valoraciones diarias negativas.

El fondo no ha mostrado rendimientos diarios negativos en el valor de la unidad desde enero-2018. En algunos períodos el fondo también se beneficia de ajustes mensuales a la comisión de la administradora que permiten mayor estabilidad en la rentabilidad.



Fuente: Fideval
Elaboración: BankWatch Ratings

Principales políticas de administración

El reglamento interno del Fondo Futuro permite a su Administradora invertir en todo tipo de activos y valores señalados en la Ley de Mercado de Valores y demás normativas pertinentes. Por otro lado, la normativa interna establece que el comité de inversiones tendrá bajo su responsabilidad definir las políticas de inversiones que se apliquen a sus fondos y supervisar el cumplimiento de las mismas, además de aquellas normas que determine el estatuto de la Administradora, basado en principios de seguridad, diversificación y rentabilidad.

El portafolio del fondo se encuentra dentro de sus límites sectoriales, en las cuales priman las del sector real. A la fecha de corte, estas inversiones representan el 77.1% del portafolio, y se encuentran conformadas en su mayoría por obligaciones corporativas, valores de titularización crediticia y cupones de capital. Por otra parte, el portafolio cuenta con inversiones en el sector financiero, que representan el 22.9% del portafolio.

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	AA
Límite inversión en sector real	90%
Calificación mínima de inversiones en instituciones financieras	AA-
Límite inversión en sector financiero	25%
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	15%
Límite máximo de renta variable	Exposición actual
Inversión en reportos bursátiles	0%

A nov-2019 existe un incumplimiento en la calificación mínima de emisores del sector real, debido a que un emisor cuenta con una calificación de riesgo inferior a AA. El incumplimiento se debe a la reducción en la calificación en jun-2019, a una empresa inmobiliaria desde AA+ a C, sin embargo, esta inversión representa un 0.09% del total del portafolio a la fecha de corte y se encuentra en proceso de reestructuración.

La concentración por partícipe se ha establecido en 15% del total del patrimonio neto. Dicha concentración no se cumple a la fecha de corte, debido a que un emisor representa el 15.47% del patrimonio a nov-2019. Sin embargo, este riesgo se mitiga por la calificación de riesgo del emisor (AAA-).

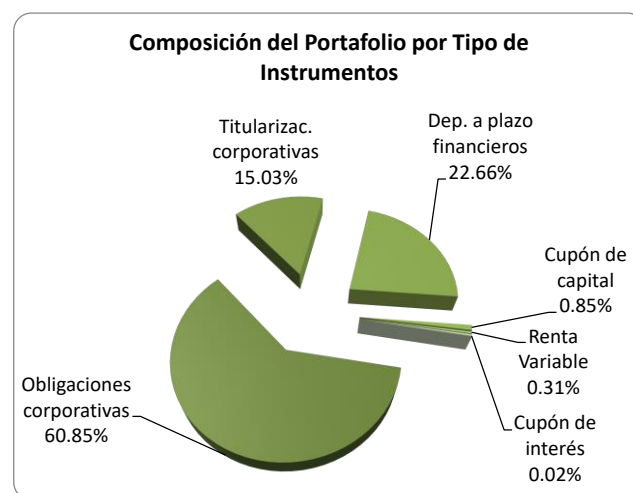
Con respecto al riesgo de liquidez, la administración decidió reducir el requerimiento de liquidez en oct-2019 al 4% del patrimonio del fondo (5% hasta sep-2019), este debe ser exigible en 30 días o menos. Este indicador ha registrado un promedio semestral de 7.13% durante los últimos seis meses, su nivel más bajo fue en oct-2019 (1.61%). La política no ha sido cumplida de manera rigurosa debido a que su cumplimiento solo se evidenció en los meses de julio y octubre de 2019. A la fecha de análisis, este indicador se incrementa a 5.79%, superior a lo que exige su reglamento interno.

De acuerdo con las políticas establecidas por el Comité de Inversiones, el fondo debe manejar una duración del portafolio de hasta 1080 días; dicha política se ha cumplido durante el último semestre. A nov-2019 la duración se registra en 499 días,

inferior a lo establecido por el reglamento interno.

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.

Composición del Portafolio



Fuente: Fideval
 Elaboración: BankWatch Ratings

A la fecha de análisis, el Fondo Futuro mantiene un patrimonio neto de USD 67.7MM y un portafolio de inversiones de USD 66.6MM. El 99.7% del portafolio se encuentra invertido en títulos de renta fija. El 0.3% (0.4% a nov-2018) restante corresponde a renta variable. De acuerdo con la política actual se esperaría que este último porcentaje continúe reduciéndose en función del crecimiento patrimonial del fondo. No existen posiciones en monedas distintas al dólar americano puesto que el 100% se encuentra en emisiones locales ecuatorianas.

Las inversiones en el sector corporativo son las que predominan dentro del portafolio administrado; dentro de estas, las obligaciones corporativas tienen la mayor participación (60.85% del portafolio), seguidas por titularizaciones (15.03%), cupones de capital de emisiones de mayor plazo (0.85%) y un 0.02% en cupones de interés. Las colocaciones en el sector financiero se establecen como la segunda alternativa, con un total del 22.93% del portafolio (10.46% a nov-2018), con mayor concentración en certificados de depósito (21.28%), seguido de certificados de inversión (1.44%) y avales (0.28%).

Es importante mencionar que la participación de cupones de interés estaría expuesta a la pérdida de su capital si es que el emisor precancela la emisión de los cuales se derivan, y por tanto pagara únicamente el interés transcurrido del cupón

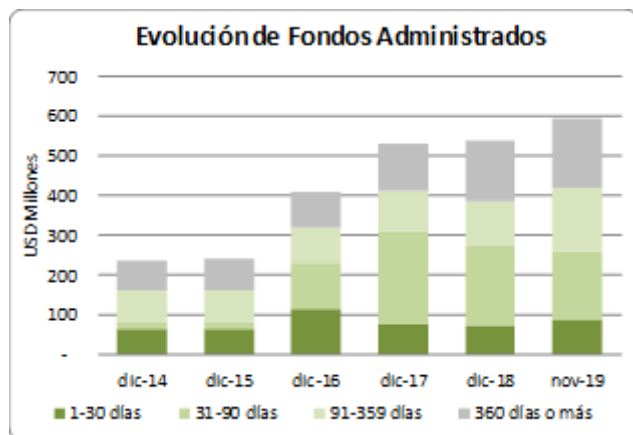


vigente. No obstante, la representatividad de estos títulos dentro del portafolio de inversiones a nov-2019 es marginal.

Desde agosto 2016 el Comité de Inversiones restringió la compra de cupones de interés a emisores previamente autorizados y con una comunicación del representante legal indicando el compromiso de pago del valor pactado en caso de existir una pre cancelación, lo cual en nuestro criterio no elimina el riesgo, pero lo mitiga parcialmente.

El portafolio de renta fija se encuentra diversificado en 34 emisores distintos, con participaciones individuales que van desde 0.01% a 15.7%. Los cinco emisores más importantes representan el 55.8% del total invertido, y el 83.4% del portafolio está colocado en los 10 emisores más grandes.

Mercado de Fondos de Inversión Administrados



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

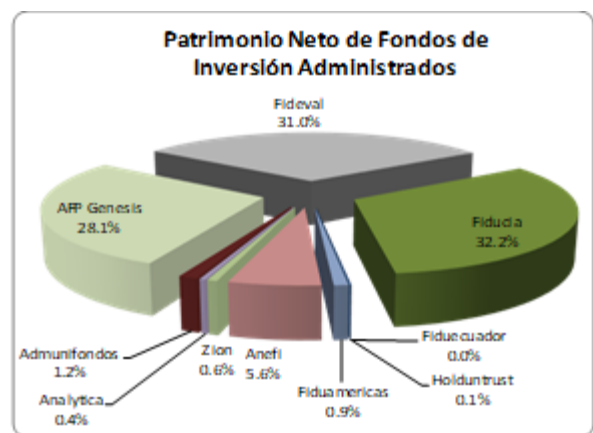
El negocio de fondos se ha beneficiado desde el 2016 de la normativa que obliga a las empresas aseguradoras a reducir la participación en sus inversiones obligatorias en el sistema financiero, para diversificarlas en otros sectores.

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.

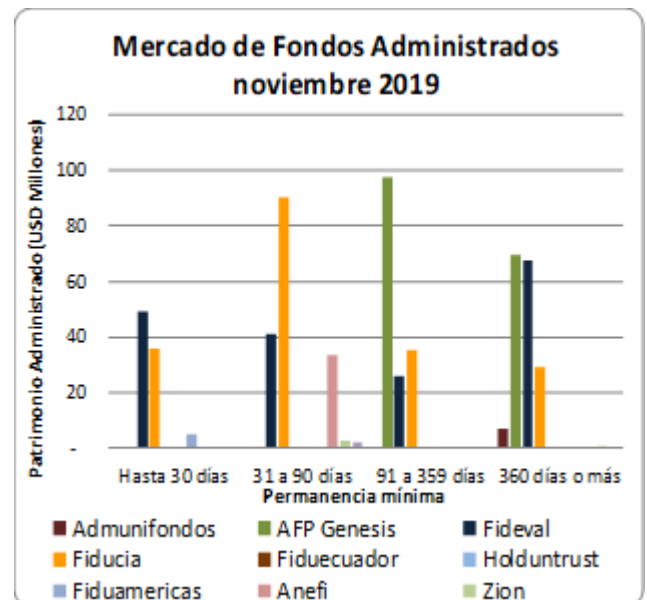
A partir del 2018 el crecimiento ha sido más controlado debido a la aplicación de la resolución 432-2017-S, de diciembre-2017, que permitió a las aseguradoras invertir mayor proporción de sus inversiones admitidas en valores emitidos por el sector real, y tuvo como impacto una reducción de la inversión 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 nov-2019, de acuerdo con la información publicada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, a noviembre del 2019 existen 25 fondos administrados por ocho fiduciarias en el mercado ecuatoriano.

Fiducia mantiene el liderazgo en el mercado con una participación del 32.2%, seguido muy de cerca por Fideval (31.0%). 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: nov-2019



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

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 10.4% 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.

Administración

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

La Administradora se ha enfocado en mantener los clientes vigentes y expandir el número de nuevos partícipes. Para eso, Fideval se encuentra desarrollando proyectos para incrementar la incorporación de personas naturales

Adicionalmente, la estrategia de Fideval se orienta 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.

Los integrantes actuales del Comité fueron designados por el Directorio de Fideval en enero-2018, y ejercerán sus funciones por el período estatutario de 2 años.

Como miembros principales constan 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 calificadora 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 Produbanco como custodio de las emisiones físicas, y a Decevale y Banco Central como custodios de las inversiones desmaterializadas.

Las transacciones de Tesorería son registradas en el sistema informático especializado Gestor por el *Trader*. 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 sufre esta deficiencia, reportando cualquier excepción a la política autorizada. Adicionalmente, el Comité de Inversiones revisa en cada reunión la posición de los fondos de inversión, y monitorea su correcta administración.

Con respecto a la valoración del portafolio invertido a más de un año, 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.

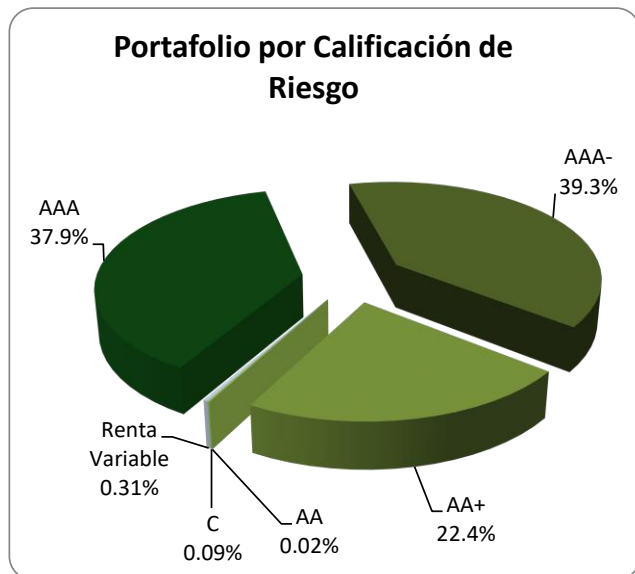
La certificación ISO 9001 se encuentra actualizada a la versión 2015, lo cual genera confianza en que los procedimientos se encuentran establecidos y bien documentados. La organización de funciones operativas y responsabilidades por actividad, empleado y área están adecuadamente levantadas, formalizadas 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 Fondospichincha, el cual se encuentra debidamente configurado para apoyar el registro contable y control del portafolio de cada fondo.

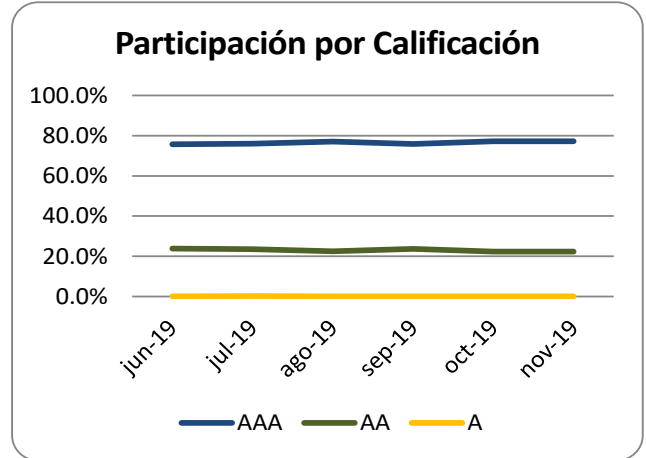
Diaria y semanalmente se realizan respaldos de la base de datos, fuentes y programas de la Institución, que se custodian en un banco y un proveedor externo, y se mantiene un plan de continuidad de negocio para evitar las pérdidas de información por un evento catastrófico. De acuerdo con la Institución, 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 alternativo para soportar la continuidad del negocio.

Calificación de Crédito del Fondo

Excelente calidad crediticia de los activos del fondo



Fuente: Fideval; Elaboración: BankWatch Ratings
*El título con calificación "C", se encuentra en proceso de reestructuración.



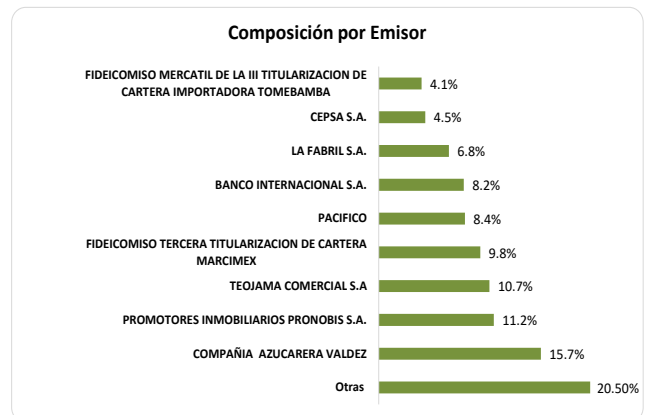
Fuente: Fideval.
Elaboración: BankWatch Ratings
Nota: Calificaciones con distinto signo dentro de la misma categoría se muestran consolidadas.

Como se observa en el gráfico anterior, el 77.45% del portafolio de renta fija se encuentra invertido en títulos con calificaciones de AAA- o superior; el 22.46% mantiene calificaciones entre AA- y AA+; 0.09% tiene una calificación de C. Adicionalmente, el fondo mantiene 0.3% en renta variable a la fecha de corte.

En los últimos seis meses se aprecia una disminución en la calidad crediticia del portafolio, con una reducción de 11.1 puntos porcentuales en la categoría AAA de jun-2019 a nov-2019. Sin embargo, el 99.91% del portafolio (98% a nov-2018) se encuentra sobre la categoría AA-.

Adecuada diversificación por emisor

El portafolio del Fondo Futuro se encuentra adecuadamente diversificado para su tamaño. Sin embargo, es importante mencionar que la política vigente de concentración por emisor es de máximo 15% y existe un emisor que supera dicho límite.

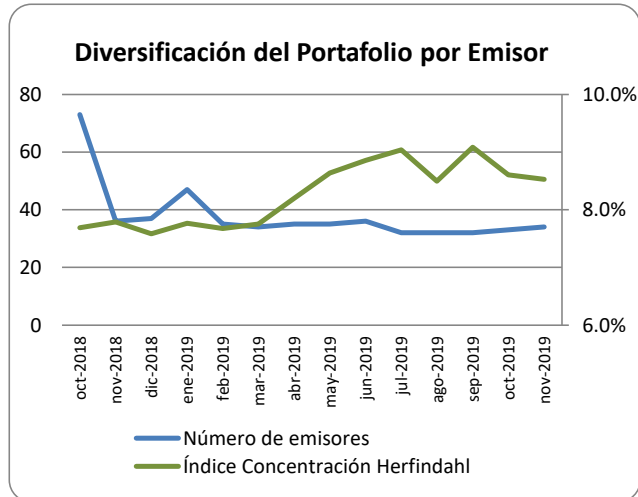


Fuente: Fideval
Elaboración: BankWatch Ratings

A nivel de grupo económico, la principal concentración se encuentra en el Consorcio Nobis

que abarca el 26.9% del portafolio.

Por otro lado, a nov-2019 se evidencia un incremento del índice Herfindahl, en su comparativa interanual, aplicado a la concentración por emisor; este registró un 8.52% (7.79% a nov-2018). Si bien este indicador es superior a lo registrado en nov-2018, se evidencia una ligera mejora en los últimos seis meses (8.77% en promedio jun-nov/2019).

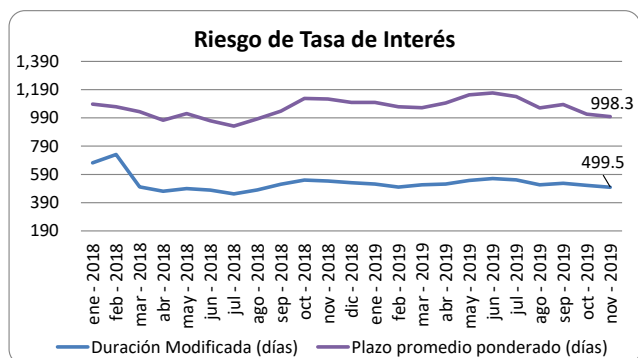


Fuente: Fideval
Elaboración: BankWatch Ratings

Adicionalmente, es importante destacar que el número de emisores a lo largo el tiempo se ha reducido, pues pasó de 51 emisores en nov-2017 a 36 emisores en nov-2018 y a nov-2019 se contabilizan 34 emisores.

Calificación de Volatilidad del Fondo

Riesgo de Tasa de Interés bajo



Fuente: Fideval
Elaboración: BankWatch Ratings

El plazo promedio ponderado del portafolio se reduce en su comparativa interanual y se ubica en 2.8 años (3.1 a nov-2018), lo cual es superior al plazo mínimo de permanencia en el Fondo. Como se observa en el gráfico anterior, la duración de los títulos del Fondo se reduce ligeramente durante los últimos seis meses (561 a jun-2019), lo cual genera menor sensibilidad del valor del portafolio frente a

las variaciones de las tasas de interés de mercado.

La duración modificada actual implica que por cada movimiento de 1% en las tasas de interés de mercado, el valor del portafolio variaría aproximadamente en 1.39% (1.48% a nov-2018). Puesto que el portafolio no realiza valoración a mercado de todos sus instrumentos, el efecto de una variación de precio se apreciaría en la medida en que el fondo venda títulos para generar liquidez o liquidar posiciones.

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. La misma se asemeja al indicador anterior debido a la alta calidad de crédito que mantiene el portafolio en promedio.

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 1 año, dado que el fondo tiene esa 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. Se ha considerado dentro del escenario una variación de la tasa de interés del 1% anual.

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 83 días, sin afectar la preservación del capital.

Duración Modificada (días)	499.49
Duración Modificada (años)	1.39
Rentabilidad diaria promedio (12 meses)	0.02%
Horizonte de tiempo evaluado	360
Volat. Asumida durante horizonte evaluado	1.00%
Riesgo esperado DM (volat x DM / 360)	1.39%
Días comprometidos rentabilidad	83
Días comprometidos / permanencia mínima	23.20%

A nov-2019, una volatilidad de 1% de la tasa de interés afectaría en un 1.39% la rentabilidad otorgada dentro de un plazo evaluado (360 días). Este porcentaje refleja una baja sensibilidad a movimientos en las tasas de interés de mercado.

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

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

Liquidez limitada 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. Adicionalmente el análisis considera las características del Fondo en relación con la permanencia mínima y tiempo de preaviso para el rescate.

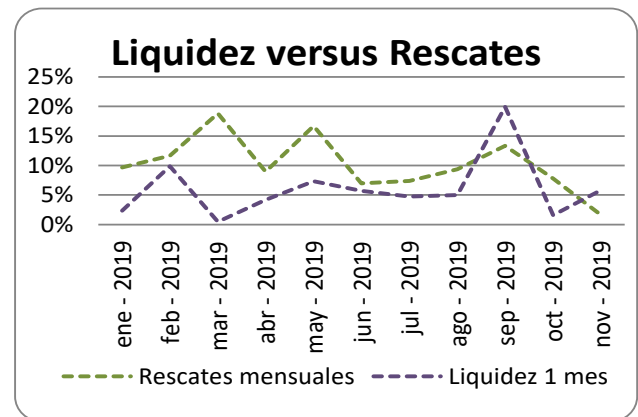
En función de estos parámetros, se estima que el riesgo de volatilidad proveniente del riesgo de liquidez del fondo es moderado a alto.

Para mitigar el riesgo de liquidez, la Administradora cuenta con algunos mecanismos de protección. Fideval mantiene convenios verbales con inversionistas institucionales para facilitar la liquidación de títulos en caso de requerirlo. Para mantener la competitividad frente a la rentabilidad ofrecida por el sistema financiero la Administradora también muestra flexibilidad respecto a la tasa cobrada por el servicio de administración de fondos.

Es importante destacar que Fideval realiza el control de la liquidez de sus fondos de manera consolidada. Esto genera mayor flexibilidad para acomodar los requerimientos de los distintos fondos y permite que los mismos registren una estabilidad relativamente mayor que si fueran manejados de manera individual.

En el gráfico siguiente, se puede visualizar que en 2019 la liquidez a un mes no fue suficiente para cubrir los rescates existentes en cinco meses, aunque en todos los períodos la liquidez de tres meses permitió la cobertura total. Esta situación puede variar en función de las necesidades de liquidez de los partícipes, la situación macroeconómica y la finalización del horizonte de inversión determinado por cada inversionista. Debido al tipo de estructura del Fondo Futuro, la

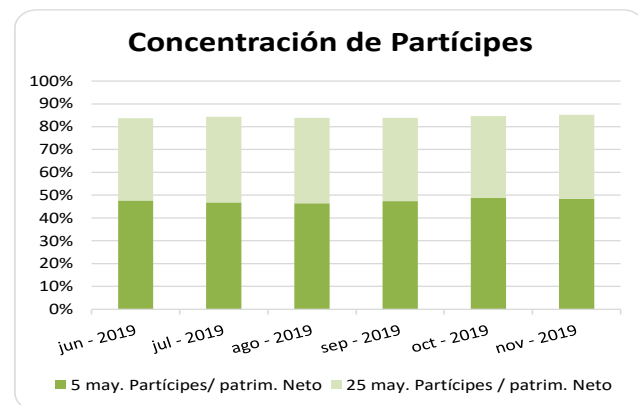
mayor parte de los aportes se destinan a ahorro de largo plazo, por lo que se esperaría que las inversiones de diferentes partícipes sean renovadas al vencimiento.



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

Como se mencionó con anterioridad, el tiempo mínimo de permanencia para el Fondo Futuro es de un año. Sin embargo, los partícipes pueden acordar un tiempo de permanencia superior, orientado a su deseo de ahorro. En la actualidad, el tiempo de permanencia acordado es de 1029 días en promedio.

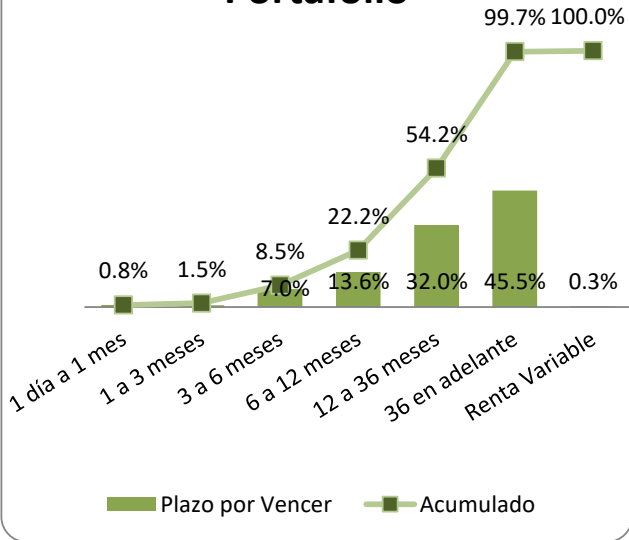
Aunque la volatilidad histórica es baja, el fondo mantiene una elevada concentración, ya que el 13.7% del patrimonio neto pertenece a un solo inversionista, y los cinco mayores partícipes representan el 48.3% del patrimonio.



Fuente: Fideval.
 Elaboración: BankWatch Ratings

A continuación, se muestra la estructura actual de plazos del portafolio, donde puede apreciarse que el fondo casi no mantiene recursos líquidos. La mayor parte de se encuentra colocado en el período de 36 meses en adelante, sin embargo, se aprecia una contracción en los plazos. La concentración pasó de 64.5% en nov-2018 a 45.5% en nov-2019.

Plazo al Vencimiento del Portafolio



Fuente: Fideval
 Elaboración: BankWatch Ratings

A la fecha de análisis, el 22.2% del portafolio se concentra en plazos inferiores a un año, lo que supone un incremento en relación con nov-2018 (15.4%). Si bien la estructura de plazos mejora en el semestre, el fondo mantiene en nuestro criterio un riesgo moderado a alto de volatilidad del valor de la unidad, proveniente de la necesidad de liquidar inversiones para cubrir requerimientos futuros de liquidez, tanto por los niveles de liquidez a un mes como por los niveles de concentración en participes que mantiene.

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.