



Ecuador

Fondo de Inversión Administrado Flexible 30-60

Calificación

Ene-2019	Jul-2019	Ene-2020
AAA- / V4	AAA- / V4	AAA- / V4

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

“V4”: Riesgo de mercado moderado a alto

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

Estadísticas del Fondo

Total Activos (USD M)	28,421
Total Patrimonio (USD M)	28,332
No. Partícipes	101
Duración modificada Promedio (*)	396 días
WAM promedio (*)	774 días
% Inversiones en otras monedas	0%
Volatilidad Promedio σ (*)	0.55%
Rentabilidad Promedio (*)	4.63%
Coef. Variación* (σ /Rentab. Prom.)	11.85%

* Promedio de últimos doce 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 *Flexible 30-60* al 30 de noviembre de 2019.

Excelente calidad crediticia del portafolio de inversiones: El 73.6% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación de riesgo de AAA- o superior. La calidad de los títulos y sus emisores mejora frente al último seguimiento.

Riesgo de mercado moderado a alto 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 moderado de tasa de interés: La duración promedio del fondo durante los últimos 6 meses supera a la del semestre anterior, y se refleja en una sensibilidad moderada del valor del portafolio a movimientos en las tasas de interés y a variaciones en el spread crediticio, medida por la duración modificada y la duración modificada ajustada, respectivamente.

Liquidez de corto plazo ajustada en relación con la volatilidad y concentración de partícipes: El alto nivel de concentración de partícipes compara desfavorablemente contra la liquidez a corto plazo con respecto al plazo de permanencia mínima del fondo. El 73% del portafolio cuenta con vencimientos mayores a un año.

La estrategia de liquidez se mantiene similar a la aplicada históricamente, que consiste en soportarse en los nuevos aportes de partícipes y en ventas de títulos a otros fondos gestionados por FIDEVAL con liquidez más holgada. Si bien hasta el momento este mecanismo ha funcionado sin inconvenientes, su efectividad puede variar en función del entorno local y de la liquidez general de los otros fondos, por lo cual la dependencia en fuentes externas podría exponer al Fondo a pérdidas por ventas anticipadas de su portafolio en el mercado. La positiva relación de la Administradora con otros partícipes en el mercado de valores ayudaría mitigar el riesgo de liquidez con la negociación del portafolio. Se debe mencionar que esta opción estaría sujeta a las condiciones del mercado cuando se ejecute.

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 reduzca la participación de inversiones con calificación consistente o superior a la otorgada. La calificación podría verse afectada adicionalmente si se adquieren valores no calificados.

La calificación de Volatilidad del Fondo podría mejorar o empeorar en la medida que el plazo promedio ponderado del portafolio, la duración modificada y el riesgo de spread crediticio se reduzcan o incrementen. El nivel de liquidez a corto plazo que maneja el Fondo y la concentración de sus partícipes son actualmente las principales limitantes de la calificación de Volatilidad.

Fecha Comité: 27 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 a Mediano Plazo con orientación hacia clientes institucionales

El fondo Flexible 30-60 (Fondo Flexible en adelante) es un fondo administrado ecuatoriano que empieza a operar en julio del 2016, con un perfil de partícipes del sector institucional.

El fondo se encuentra dirigido a inversionistas con excedentes de liquidez de al menos 60 días, y espera cubrir la necesidad de inversión de empresas aseguradoras ecuatorianas, las cuales mantienen actualmente restricciones de inversión en instituciones financieras y fondos que invierten mayoritariamente en dicho sector.

Las principales características del Fondo Flexible se resumen a continuación:

Características Principales

Tipo de Fondo	Renta Fija
Moneda	USD
Monto mínimo de inversión*	USD 1,000
Plazo mínimo permanencia	60 días
Saldo Permanente mínimo	USD 1,000
Días de preaviso	4 días hábiles contando con día de solicitud de rescate
Penalidad por rescate anticipado	Entre 0.4% y 25% del rendimiento generado
Orientación	Empresarial, Aseguradoras
Custodios	Produbanco, Decevale, BCE

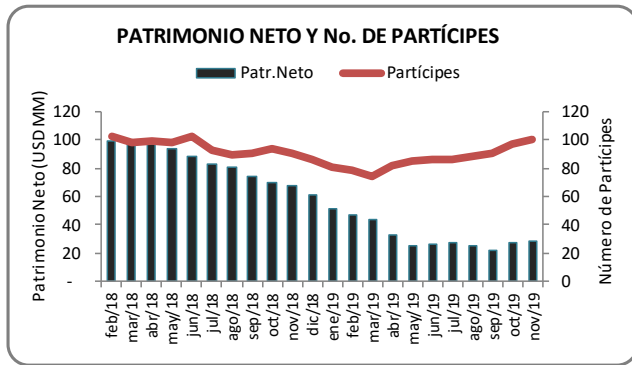
* El monto mínimo de inversión y el saldo permanente mínimo para los partícipes que hayan realizado su aporte durante los primeros 180 días del Fondo a partir de su aprobación será de USD 100.

En la escritura de constitución del fondo se establece que el período mínimo de permanencia de cada partícipe es de 60 días calendario. Una vez finalizado el plazo de permanencia, el rescate total o parcial se pagará en cuatro días hábiles contando desde la fecha de solicitud de rescate.

Sin embargo, a partir del día 30, el inversionista puede rescatar el 50% del patrimonio invertido con un descuento de 0.40% anual calculado sobre los días de permanencia del aporte dentro del fondo, y el restante 50% con un descuento del 25% del rendimiento generado por el partícipe a la fecha de solicitud del rescate.

Si bien el Fondo se encuentra abierto al ingreso de personas naturales, la estrategia comercial se enfoca principalmente en el segmento institucional. Debido a las restricciones que mantiene el sector asegurador respecto a su portafolio de inversiones, se observa que los principales clientes son las aseguradoras. La estrategia comercial busca mejorar la diversificación de sus partícipes, pero no se ha conseguido.

El patrimonio neto del fondo se divide en unidades de participación no negociables e idénticas entre sí, y que no se consideran como valores. Las unidades se adquieren al aportar al patrimonio del fondo, y son valoradas diariamente. El valor nominal de la unidad de participación a la fecha de constitución del fondo se estableció en USD 100.00.



Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

El patrimonio neto del fondo administrado Flexible presenta una tendencia pronunciada a decrecer desde ene-2018. A nov-2019, el patrimonio neto alcanza un saldo de USD 28.33MM, monto 58.39% menor en comparación al mismo periodo del año anterior.

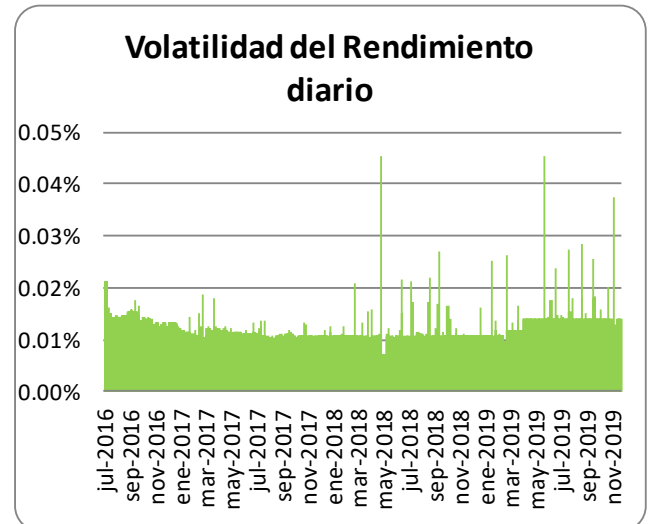
El patrimonio se encuentra constituido por el aporte de 101 partícipes a la fecha de corte, valor 11% mayor al reportado durante el mismo periodo del año anterior (+10 partícipes). A pesar del ligero incremento de partícipes, la alta concentración, especialmente en aseguradoras, se mantiene. Los 25 mayores partícipes concentran el 96.2% del patrimonio neto, indicador levemente mayor a nov-2018 (94%).

Antecedentes del Fondo

Fideval constituye el Fondo Flexible 30-60 en julio-2016, con el objetivo de atender a personas naturales y jurídicas interesadas en mantener una exposición diversificada en el sector corporativo local a través de un fondo administrado, dentro de las cuales se encuentran empresas aseguradoras, que mantienen esta necesidad por las regulaciones de inversión a las que están sujetas.

Desempeño histórico del Fondo Flexible

Históricamente, el rendimiento diario del valor de la unidad del fondo no presenta valores negativos. En los doce meses posteriores a la fecha de corte, el rendimiento diario registra un crecimiento promedio de 0.013% y el valor de la unidad se ubica en USD 115.84.



Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

La rentabilidad mensual anualizada promedio se ubica en 4.63% y muestra bajos niveles de volatilidad. Dicho rendimiento es el registro más alto del 2019 y es superior en 0.82pp al reportado en ene-2019 y 0.6pp en comparación al último seguimiento (may-2019). Históricamente el rendimiento mensual anualizado del fondo se ha mantenido entre 3.59% y 5.49%.

Volatilidad Promedio σ (*)	0.55%
Rentabilidad Promedio (*)	4.63%
Coef. Variación* (σ /Rentab. Prom.)	11.85%

* Promedio de últimos doce meses.

Por su parte, la desviación estándar del rendimiento es de 0.55% anual, que se considera baja, aunque ha incrementado frente al promedio de 0.43% de may-2019 y al 0.02% del año anterior. y se mantiene estable durante 2019 con variación interanual de 0.35pp.

Principales políticas de administración

La escritura de constitución del Fondo Flexible especifica como lineamientos generales la inversión de los recursos de partícipes “en valores y demás bienes y activos permitidos por la Ley, de buena calidad crediticia y adecuada diversificación, por cuenta y riesgo de los partícipes, con el objeto básico de obtener un rendimiento en el tiempo”.

Su reglamento interno es bastante amplio, en el sentido que le permite invertir en todo tipo de activos y valores señalados en la Ley de Mercado de Valores y demás normativa pertinente. Por otro lado, el mismo documento establece que el comité de inversiones tendrá bajo su responsabilidad la de definir las políticas de inversiones de los fondos y supervisar su cumplimiento, además de aquellas que determine el estatuto de la Administradora, basado en principios de seguridad, diversificación y rentabilidad.

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
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	0%
Inversión en reportos bursátiles	0%

Los límites de concentración sectoriales se mantienen dentro de las políticas establecidas. A la fecha de corte, el 76.34% del portafolio se encuentra invertido en el sector real y el 23.66% en el sector financiero. Por otro lado, durante 2019, se observa un incumplimiento de la política de concentración máxima por emisor del sector real: la inversión en Compañía Azucarera Valdez supera dicho límite con un excedente de 0.13pp sobre lo delimitado.

Durante los últimos seis meses ha existido una tendencia contractiva en la participación de las inversiones del sector real, que se reduce de 89.5% a 76.3%. Cabe destacar que el 95% de la porción del portafolio en el sector corporativo mantiene vencimientos mayores a 360 días. La administradora ha señalado que la contracción de participación del sector real se debe a la falta de oferta de títulos que cumplan con sus políticas y requerimientos. Fideval espera recuperar la inversión en el sector real en función de la expectativa de nuevas emisiones para el primer trimestre del 2020.

El Comité de Inversiones estableció en octubre 2019 un cambio de la política de liquidez mínima a 30 días, reduciéndola del 15% al 7% del patrimonio. Desde que se aprobó la flexibilización de la política de liquidez a 30 días el fondo ha cumplido el mínimo establecido, y a la fecha de corte esta es de 11.78%.

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.

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.

Adicionalmente, el fondo Flexible cuenta con títulos de ATU Artículos de Acero S.A., que cayó en *default* en diciembre 2018. En jul-2019, dichos títulos fueron reclasificados de la cuenta de activos financieros a cuentas por cobrar debido a que la inscripción del título en el catastro público de mercado de valores se canceló y que la empresa ATU se encuentra en liquidación.

El saldo de ATU está provisionado dentro del balance de forma lineal a 10 años y la exposición a este emisor equivale al 0.01% del portafolio, por lo cual se considera inmaterial.

La duración máxima del portafolio establecida por el Comité de Inversiones en ene-2019 es de 540 días, límite que fue incumplido durante el mes de octubre 2019.

Composición del Portafolio

A nov-2019, el portafolio de inversiones del Fondo Flexible suma un total de USD 27.90MM, invertidos en su totalidad en instrumentos de renta fija por política del Comité de inversiones y diversificado en 28 emisores locales con calificación de riesgo entre "AA" y "AAA". El portafolio de fondo se encuentra invertido en su totalidad en dólares americanos, por lo que no existen exposiciones por tipo de cambio.

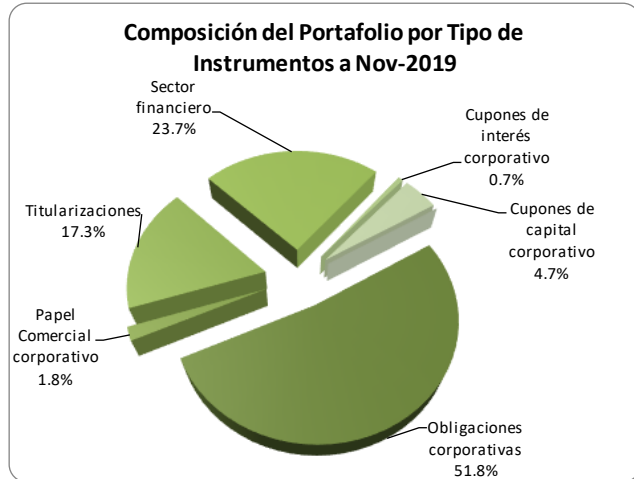
Históricamente, el portafolio es conformado en su mayoría por títulos del sector real, los cuales a la fecha de corte representan 76.34% del portafolio con un saldo de USD 21.30MM, repartidos en obligaciones (52%), titularizaciones (17%), cupones de capital e interés (5%) y papel comercial (2%).

Los cupones de capital e interés son instrumentos financieros relativamente nuevos en el país, dentro de estos, los más representativos de riesgo son los de cupones de interés.

La exposición a cupones de interés es reducida (0.68%), y considerando su riesgo de afectación en caso de que la emisión se cancelara antes de tiempo, el Comité de Inversiones ha restringido su adquisición y ha establecido que para su compra se deberá obtener previamente una comunicación del emisor indicando el compromiso de pago del valor pactado en caso de existir una pre-cancelación. Esta notificación mitiga el riesgo en la inversión del papel, pero no lo elimina.

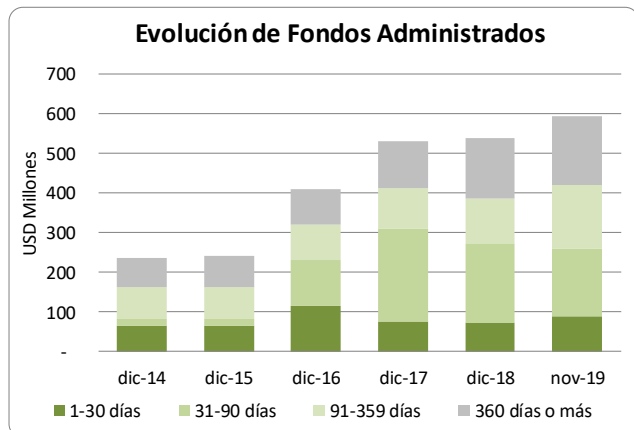
El monto restante del portafolio (USD 6.60MM) se encuentra invertido en papeles del sistema financiero privado.

El 13.61% del portafolio cuenta con vencimientos no mayores a 90 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.

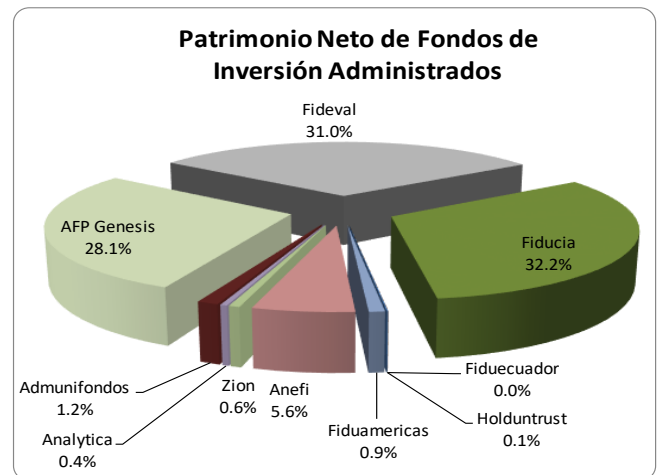
En 2017 el patrimonio agregado de los fondos continuó su tendencia al alza y alcanzó cerca de USD 531MM, gracias a una mejora en la liquidez de la economía, apoyada por mayor endeudamiento externo.

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

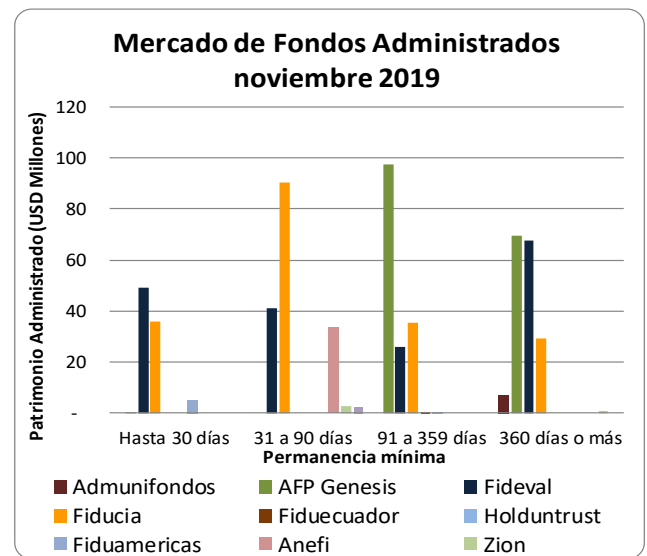
la inversión en fondos administrados. También influye en el comportamiento el menor dinamismo económico y la mayor competencia del sistema financiero por captar la liquidez disponible.

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 Flexible 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.

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 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 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.

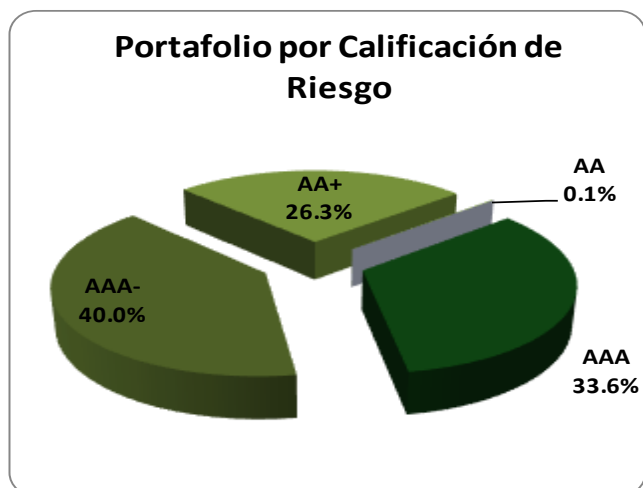
La Administradora mantiene una infraestructura tecnológica que soporta las necesidades actuales y a mediano plazo de la administración de fondos y fideicomisos. Para la gestión de fondos, se utiliza el sistema especializado Gestor, heredado de la fusión con Fondos Pichincha, el cual se encuentra debidamente 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 alternativo para soportar la continuidad del negocio.

Calificación de Crédito del Fondo

Excelente calidad crediticia de los activos del fondo

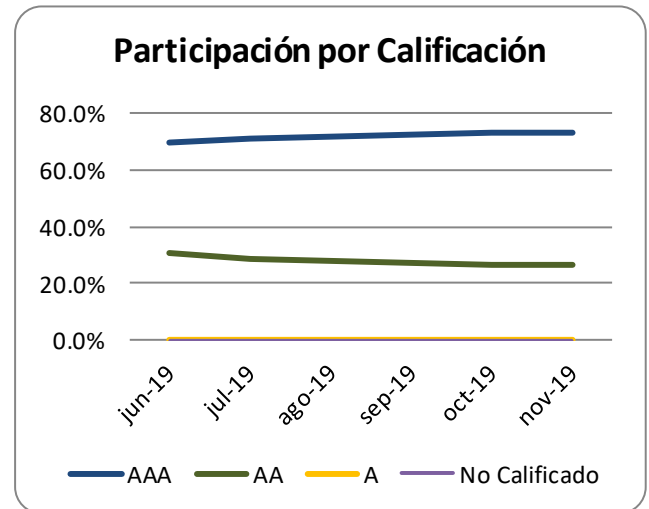
El portafolio del fondo se encuentra conformado por inversiones con altas calificaciones públicas de riesgo de crédito, las cuales se alinean a las políticas establecidas en su reglamento interno.



Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

Dentro del portafolio de inversiones priman los títulos con una calificación de riesgo en escala local de “AAA-” o superior, categoría que gana participación durante los últimos seis meses. A nov-2019 el 73.6% del portafolio se encuentra dentro de esta categoría.

El 26.3% de los títulos cuentan con una calificación de “AA+” y una porción marginal (0.01%) corresponde a papeles u emisores con calificación de “AA”.



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

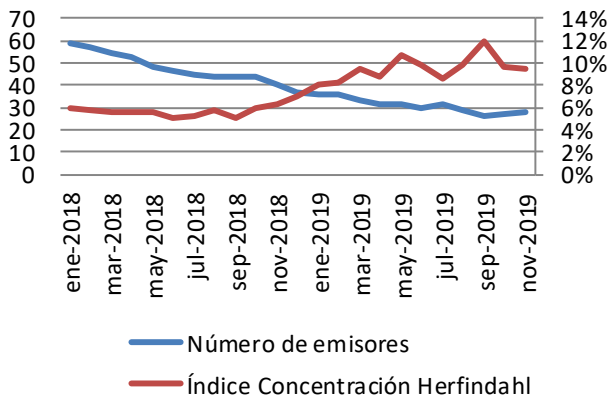
Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

Diversificación del portafolio consecuente a la política

Como se mencionó previamente, el portafolio se encuentra diversificado en 28 emisores, cifra que se reduce al compararlo contra el seguimiento anterior e interanualmente (-3 y -12 emisores). A la fecha de corte, 20 emisores son empresas del sector real, 6 instituciones financieras y 2 son procesos de titularización.

El índice Herfindahl, que mide la concentración por emisor es de 9.41%, el indicador es estable y presenta niveles bajos de concentración del portafolio. Dicha concentración es 1.2pp menor al reportado en el seguimiento anterior (may-2019), a pesar de la reducción en número de emisores.

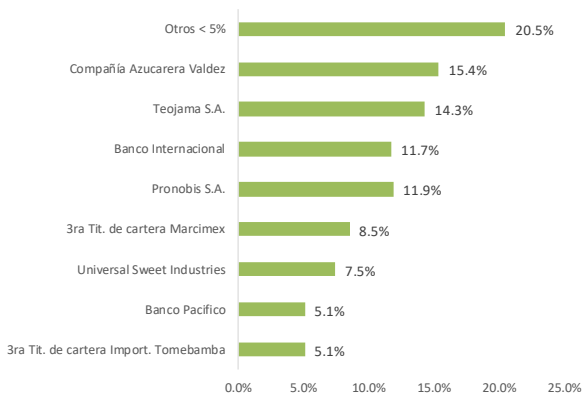
Diversificación del Portafolio por Emisor



Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

Durante el mes de noviembre, el mayor emisor cuenta con una participación del 15.4% del total de portafolio, incumpliendo así con la política de concentración máxima en un emisor del sector real (15%). Los 5 mayores emisores concentran el 62.2% del portafolio, sin embargo este riesgo de concentración se ve mitigado por su calificación pública de riesgo, ya que 4 de ellos tienen calificación “AAA-” o superior y uno de ellos AA+.

Composición por emisor

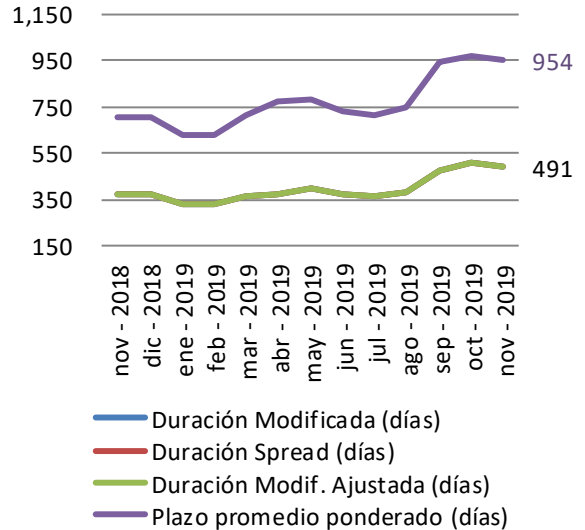


Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

Calificación de Volatilidad del Fondo

Riesgo de Tasa de Interés moderado

Riesgo de Tasa de Interés



Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

El plazo promedio ponderado se incrementó de forma importante desde sep-2019. A nov-2019 este indicador es de 954 días, mayor en 252 días en relación con el mismo periodo del año anterior.

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 60 días, dado que el fondo tiene esta 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 un valor de 491 días. Lo anterior implica que, por movimientos paralelos de 1% en las tasas de interés de mercado, el valor del portafolio variaría en 1.36%. Al igual que en el plazo promedio ponderado, la duración modificada crece durante los últimos 12 meses en 116 días, lo cual incrementa la exposición a pérdidas en el valor del portafolio en 0.32pp.

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 (60 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 0.41%.

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 43 días, sin afectar la preservación del capital.

Duración Modificada (Días)	490.95
Duración Modificada (Años)	1.36
Rentabilidad diaria Promedio (12 meses)	0.01%
Horizonte de tiempo evaluado	60
Volat. Asumida durante horizonte evaluado	0.41%
Riesgo esperado DM (volat x DM / 360)	0.56%
Días comprometidos rentabilidad	43
Días comprometidos / permanencia mínima	72.3%

A nov-2019, una volatilidad de 0.41% de la tasa de interés afectaría en un 72% la rentabilidad otorgada dentro del plazo evaluado (60 días). Este porcentaje refleja una sensibilidad moderada a movimientos en la tasa de interés.

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 de corto plazo ajustada y elevada 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

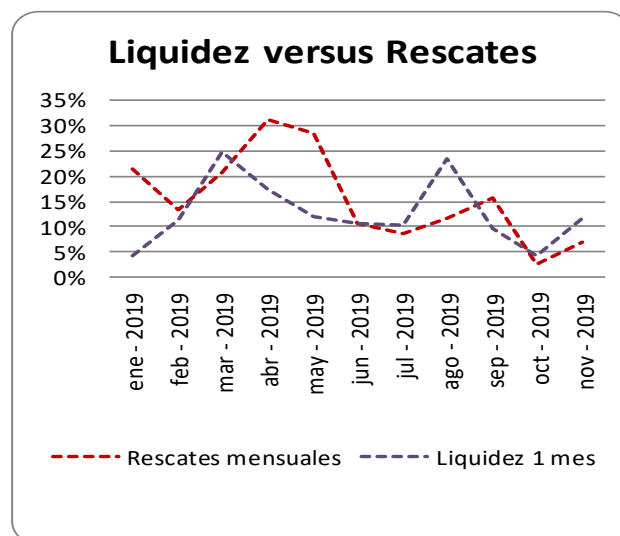
función de dos parámetros: la volatilidad histórica de los rescates del fondo, y la concentración de los partícipes. En función de estos indicadores, se estima que el riesgo de volatilidad proveniente del riesgo de liquidez del fondo es alto.

Basándose en el análisis de requerimientos históricos diarios del Fondo Flexible, la Administradora establece como estrategia mantener una liquidez a 1 mes que cubra retiros de al menos 7% del patrimonio neto del fondo. A nov-2019 la liquidez a un mes superó el requerimiento al ser de 11.78%. En promedio durante el último año la liquidez a un mes ha sido de 12.25%.

La volatilidad de los rescates es alta, en promedio durante los últimos doce meses el porcentaje de rescates contra el patrimonio ha sido del 16% con un máximo de 28.6% en may-2019 y un mínimo en oct-2019 de 2.7%. Además, la concentración de los partícipes es elevada pues a nov-2019 los 25 mayores partícipes representan el 96.2% del patrimonio neto del fondo, lo que podría exponer a requerimientos extraordinarios de liquidez. Adicionalmente existe un fuerte riesgo de concentración de partícipes del sector asegurador. Los altos niveles de concentración y volatilidad de los rescates presionan las coberturas a corto plazo de los requerimientos.

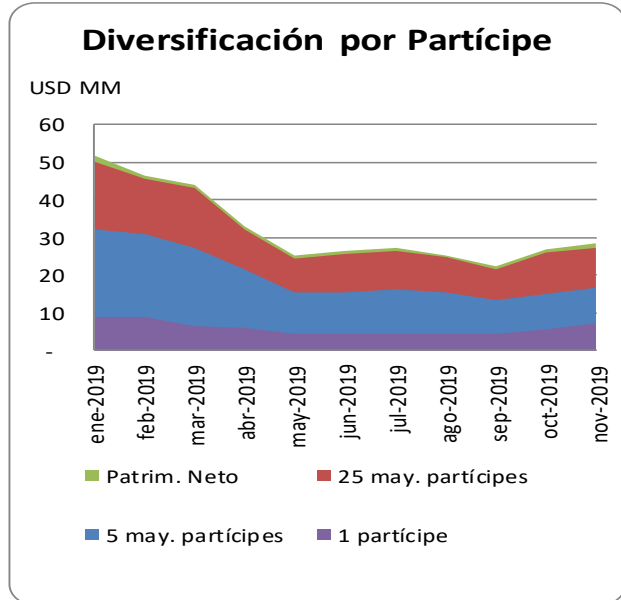
El reglamento interno del mismo incluye una cláusula en la que se le permite pagar en función de la disponibilidad de liquidez en el caso de que hubiese algún evento sistémico que provocare retiros masivos del fondo. La Administración mantiene una gestión constante con sus principales partícipes, con el fin mitigar este riesgo y planificar los rescates.

Históricamente, la administradora ha recurrido a la venta de títulos entre fondos para no afectar de manera significativa la liquidez de cada fondo.



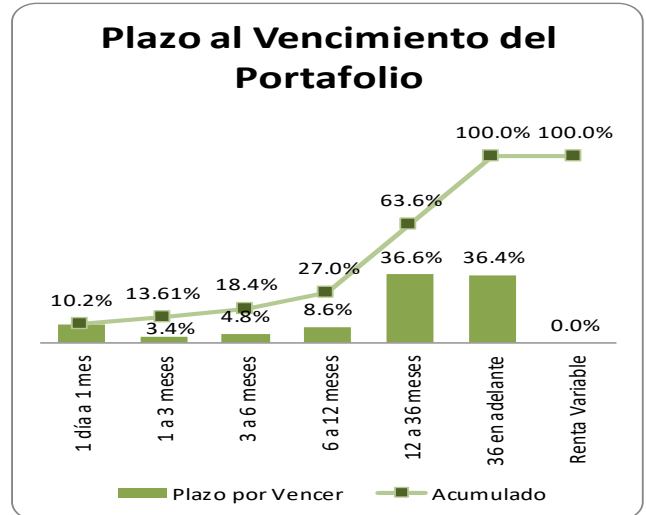
* Liquidez a un mes incluye flujos proyectados de capital e interés del portafolio. Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

El riesgo de pérdidas por liquidación del portafolio es mitigado en parte por la calidad de los activos del fondo. También, las positivas relaciones que maneja la administración con algunos participantes del mercado le permitiría negociar parte del portafolio frente a necesidades de liquidez. Cabe mencionar que en escenarios de liquidez sistémicos, esta opción podría limitarse.

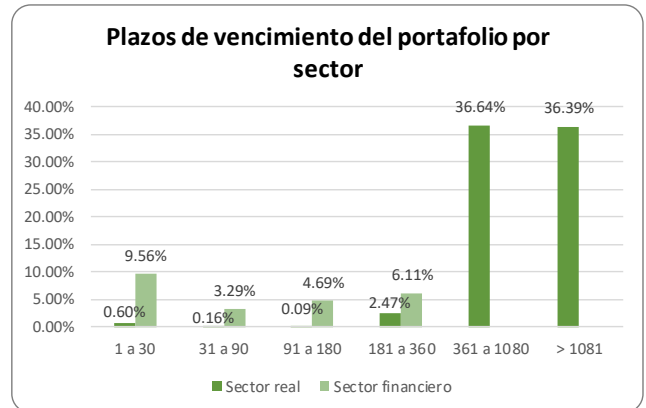


Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

En relación con la estructura de plazos de vencimiento del portafolio, se mantiene concentrada en títulos con plazos por vencer de 12 a 36 meses y mayor a 36 meses. Estos rangos suman el 73% del portafolio (63% a may-2019). Por otro lado, el 13.6% de los títulos que componen el fondo Flexible tienen vencimientos hasta 90 días (33% may-2019).



Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings



Fuente: Fideval Elaboración: BankWatch Ratings

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.