

Ecuador

Fondo Administrado Flexible 30-60

Calificación

| ene-2020 | jul-2020 | ene-2021 |
|-----------|-----------|-----------|
| AAA- / V4 | AAA- / V3 | AAA- / V4 |

Definición de Calificación:

“AAA”: La mejor calidad crediticia de los activos del fondo, medida por su calificación pública de riesgo.

“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) | 51,233 |
| Total Patrimonio (USD M) | 51,111 |
| No. Participes | 184 |
| Duración modificada Promedio (*) | 435 días |
| WAM promedio (*) | 851 días |
| % Inversiones en otras monedas | 0% |
| Volatilidad Promedio σ (**) | 0.55% |
| Rentabilidad Promedio (**) | 4.63% |
| Coef. Variación* (σ /Rentab. Prom.) | 11.85% |

Administradora del Fondo:

Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos

Contactos:

Carlos Ordoñez, CFA
(5932) 226 9767 Ext. 105
cordonez@bwratings.com

Joaquín Carbo
(5932) 226 9767 Ext. 115
jcarbo@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de crédito del Fondo Flexible 30-60 en AAA-. La calificadoradora incorpora desde este seguimiento un análisis del riesgo crediticio de corto plazo de los títulos genéricos de instituciones financieras cuya calificación global de largo plazo es otorgada por BankWatch Ratings. Por otra parte, se decidió bajar la calificación de Volatilidad a V4.

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 2020.

Excelente calidad crediticia del portafolio de inversiones: El 73.53% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación de riesgo de AAA- o superior. La calidad de los títulos y sus emisores se mantiene estable frente a noviembre 2019.

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 participes.

Riesgo moderado a alto de tasa de interés: A pesar de la disminución de la duración modificada del portafolio en comparación anual y semestral, la reducción en la política de permanencia mínima por aporte reduce la capacidad del fondo de compensar con rendimiento la volatilidad por movimientos en las tasas de interés y a variaciones en el spread crediticio.

Liquidez de corto plazo ajustada en relación con la volatilidad y concentración de participes: El alto nivel de concentración de participes compara desfavorablemente contra la liquidez a corto plazo con respecto al plazo de permanencia mínima del fondo. A pesar del cambio efectuado en el tiempo mínimo de permanencia, la política interna de rentabilidad a 1 mes se mantiene, la estrategia de liquidez es soportarse en los nuevos aportes de participes 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. La positiva relación de la Administradora con otros participes en el mercado de valores e instituciones financieras 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 se desvíe de las mismas en relación con la calificación mínima de sus inversiones.

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

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.

En el caso de fondos disponibles y títulos genéricos de instituciones financieras calificadas por BankWatch Ratings, la calificadora realiza un análisis adicional para determinar el riesgo crediticio de corto plazo, que puede ser mejor a su calificación global pública de largo plazo. Los indicadores de composición del fondo por calificación presentados en este informe consideran el ajuste descrito.

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.

ENTORNO MACROECONÓMICO

La pandemia del COVID-19 ha afectado la economía global, debido al cierre de negocios y las restricciones para circular. De acuerdo con Banco Mundial, el PIB de todo el planeta se contraerá en 2020 en 4.3% mientras que América Latina y el Caribe lo hará en 6.9%. Para 2021, se espera un rebote del indicador, que crecerá en 4.0% de forma global y en 3.7% para la región.¹

Esta situación ha afectado los precios mundiales de los productos básicos, como el petróleo y gas, así como el comercio en general, por la fuerte desaceleración económica de Estados Unidos y China. Así mismo, industrias como el turismo, el transporte aéreo y otras que por su naturaleza implican aglomeración de personas se han visto especialmente afectadas.

La economía ecuatoriana no es la excepción, aunque presenta algunas particularidades, ya que esta ya venía contrayéndose ligeramente desde el último trimestre de 2019, debido a la tendencia a decrecer del precio del petróleo, una apreciación del dólar frente a otras monedas de la región y la imposibilidad de mantener un dinamismo que en los últimos 10 años había dependido principalmente del gasto público, impulsado a su vez por los ingresos petroleros y un endeudamiento creciente e insostenible.

En este escenario, el 2020 ha sido un año extremadamente complejo para Ecuador, con una economía sin flexibilidad monetaria, un alto endeudamiento, reservas de liquidez inexistentes, una caída significativa en ingresos por exportaciones petroleras, un sistema de salud con deficiencias para afrontar la pandemia, un gobierno con baja popularidad y vencimientos importantes de su deuda externa. A esto se sumó la rotura de un tramo del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (COP), que afectó la producción de petróleo.

Dentro de este escenario, cabe resaltar el éxito del gobierno en las gestiones realizadas para conseguir un alivio financiero que le permitiera cumplir con sus objetivos financieros de corto plazo y reducir la severidad de la crisis. En agosto se consiguió la aprobación del reperfilamiento de los bonos de deuda externa, que permitirá a Ecuador reducir los intereses, ampliar los vencimientos hasta el año 2040 y reducir el capital de dicha deuda. En el mismo mes, se anunció un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional para acceder a un programa de crédito de USD 6,500 millones. El

¹ <https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

acuerdo tiene una duración de veintisiete meses. Ecuador tendrá un plazo de diez años para repagar el capital, con cuatro años de gracia. La tasa de interés sería cercana al 2.9%. Del monto anterior, USD 4,000 millones deben desembolsarse en 2020, USD 1500 millones en 2021 y USD 1000 millones en 2022. Hasta fin de año se espera el desembolso de los USD 2,000 millones restantes para este año, que le servirá al Estado para cubrir retrasos a proveedores acumulados los últimos dos meses². El riesgo país, que en abril de este año cerró en 5033 puntos base, cerró a noviembre en 1028, reflejo de la menor incertidumbre, aunque es todavía superior en 239 puntos base al de fines de diciembre de 2019.

La previsión más reciente del Banco Central del Ecuador (BCE) considera una contracción del PIB de -8.9% en 2020. Se espera que, luego de tocar fondo el segundo trimestre de 2020, la economía vaya poco a poco recuperando dinamismo. Si bien el BCE estima que el PIB del país crecerá en 3.1% en 2021, este todavía sería inferior en 6.1% al del 2019. De acuerdo con las previsiones del FMI, recién en 2025 el PIB recuperaría nuevamente el valor de 2019.

Con corte octubre-2020, se aprecia que las exportaciones petroleras son 26% más bajas que un año antes, pero es importante resaltar que el país ha logrado compensar esta situación y conseguir un superávit comercial, que en los últimos 12 meses llega a USD 3,300 millones. Aportan positivamente las exportaciones de productos mineros, que hasta octubre llegan a USD 646 millones, un crecimiento interanual de 176%. Por otro lado, las importaciones han caído interanualmente: -14% en insumos y -21% en bienes de capital.

El presupuesto general del Estado para 2021 tiene necesidades de financiamiento por USD 13,936 millones, de las cuales USD 10,506 millones ya estarían cubiertos en la planificación, por lo cual la brecha financiera llegaría a una cifra manejable de USD 3,430 millones. La deuda pública total a octubre-2020 es de USD 59,331 millones, de los cuales el 70% corresponde a deuda externa.

El 2021 se vislumbra como un año de recuperación frente al 2020, pero todavía restan elementos importantes de incertidumbre, como son la evolución de la pandemia, el resultado de las elecciones presidenciales y de asambleístas, y la política económica y de relaciones internacionales que aplicará el nuevo gobierno, que se posicionará en mayo-2021, y que determinará la continuidad de los acuerdos de financiamiento con organismos internacionales.

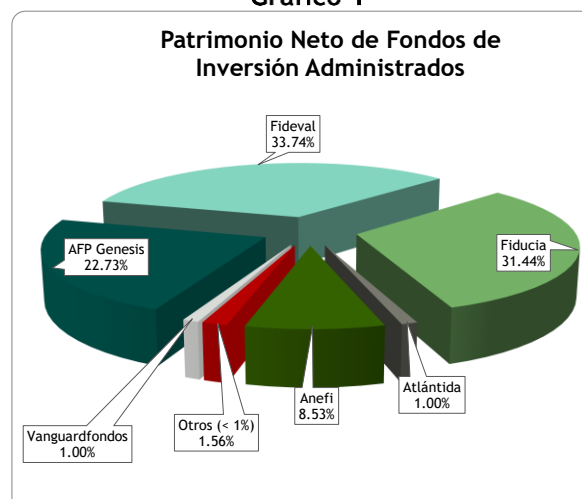
El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, donde intervengan todos los actores del País para buscar acciones consensadas de una política planificada de la economía que ofrezca seguridad y no políticas paliativas para cubrir problemas de turno.

MERCADO DE FONDOS DE INVERSIÓN ADMINISTRADOS

De acuerdo con información publicada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, a noviembre 2020 existen 27 fondos administrados de inversión y 3 fondos colectivos, gestionados por doce Administradoras de Fondos y Fideicomisos.

En 2020, la SCVS autorizó la constitución de Vanguardia Administradora de Fondos y Fideicomisos, que administra dos fondos, con permanencia mínima de corto y mediano plazo; y aprobó un nuevo fondo de Futurfid S.A, orientado al largo plazo. Adicionalmente, se aprobó la liquidación del Fondo Máximo administrado por AFP Génesis.

Gráfico 1



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

Entre el 2015 y el 2017 el mercado de fondos de inversión tuvo un crecimiento importante gracias a la normativa que fija un límite de colocación de sus inversiones admitidas en instrumentos del sistema financiero.

A partir del 2018 el crecimiento se ralentizó 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 influyó en el comportamiento el menor dinamismo económico y

² Análisis Semanal 50, 15 de diciembre de 2020.

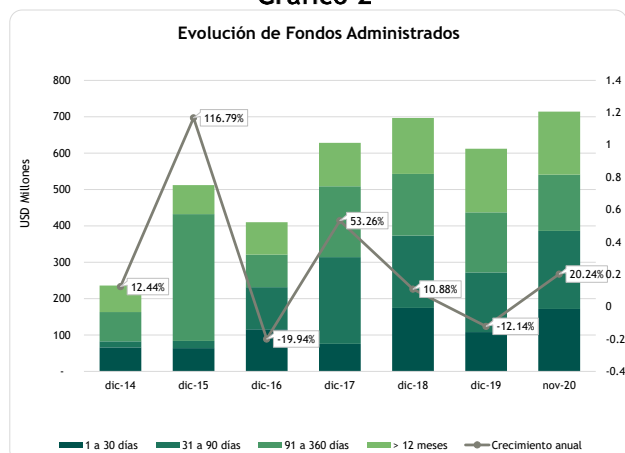
la mayor competencia del sistema financiero por captar la liquidez disponible.

Los fondos administrados dirigidos a las aseguradoras no deben invertir más del 25% de su patrimonio en instituciones financieras, por lo que en épocas normales 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 generalmente mantienen una gestión proactiva para incentivar a los emisores que cumplen con el perfil de riesgo buscado.

En 2020, la pandemia del COVID-19 acrecentó la crisis económica que ya se evidenciaba en el país y las necesidades de financiamiento del Estado. Al igual que otros sectores de la economía, el mercado de fondos de inversión administrados experimentó un decremento del patrimonio administrado en los meses de marzo y abril 2020 (inicio de la pandemia y confinamiento), caída asociada a la incertidumbre del entorno macroeconómico y efectos de la pandemia.

A partir de mayo 2020, el patrimonio administrado por los fondos de inversión ha presentado un crecimiento mensual sostenido hasta alcanzar USD 714.12MM a noviembre 2020. Se destaca el importante crecimiento del mercado de fondos observado durante los meses de octubre y noviembre 2020, periodos en los que el patrimonio neto administrado creció interanualmente en 11.54% y 20.24% respectivamente. La expansión mencionada se explica principalmente por el incremento de la liquidez en la economía con la llegada de préstamos de Multilaterales, tasas de rendimiento de fondos de inversión atractivas y tendencia al ahorro de los agentes económicos.

Gráfico 2



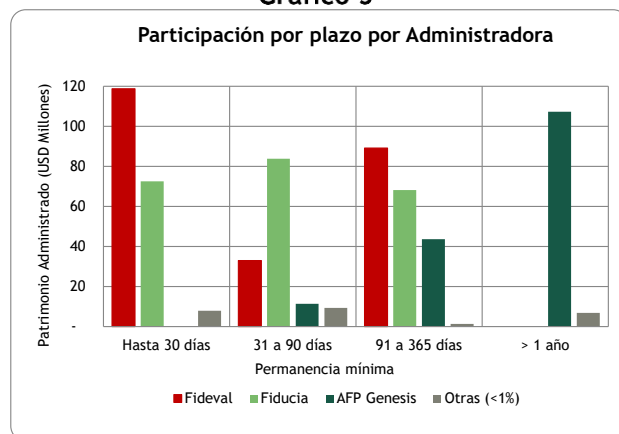
Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

A la fecha de corte, Fideval mantiene el liderazgo en el mercado con una participación del 33.74%,

seguido muy de cerca por Fiducia (31.44%) y AFP Génesis (22.73%). Fideval y Fideval cuentan 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, mientras que AFP Génesis tiene un mayor enfoque en fondos de más de 90 días.

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), y la mayoría de las negociaciones corresponden al mercado primario, ya que la tendencia de los partícipes del mercado es mantener sus inversiones hasta el vencimiento.

Gráfico 3



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

Frente a esta situación, la Administración de los fondos debe realizar una adecuada gestión de la liquidez para cubrir los rescates de los fondos. La liquidación de títulos antes de su vencimiento expone a los fondos a riesgos de mercado y de liquidez, propios de este mercado, que tiene limitaciones para la valoración de instrumentos con baja bursatilidad.

Ante la coyuntura actual de menor liquidez; la incertidumbre por la evolución de la pandemia y las elecciones presidenciales, y la situación económica actual, se espera que el mercado siga privilegiando instrumentos de corto y mediano plazo dentro del mercado de valores, al igual que montos menores de transaccionalidad por parte de inversores institucionales, debido al enfoque conservador en sus inversiones ante escenarios de elevada incertidumbre.

PERFIL DEL FONDO

El Fondo Flexible 30-60 (Fondo Flexible en adelante) es un fondo administrado constituido en Ecuador, dirigido a inversionistas empresariales y aseguradoras con excedentes de liquidez de corto

plazo (30 días). Sus principales características se resumen a continuación:

| | |
|-------------------------------------|--|
| Tipo de Fondo | Renta Fija |
| Monto inicial de inversión | USD 1,000 |
| Plazo mínimo permanencia por aporte | 30 días hábiles |
| Días mínimos de preaviso rescate | 4 días hábiles |
| Penalidad por rescates anticipados | Entre 25% y 75% del rendimiento generado |
| Orientación | Empresarial, Aseguradoras |
| Custodios | Produbanco, Decevale, BCE |

En la reforma del 12 de junio de 2020, realizada al Reglamento Interno del Fondo se establece que el período mínimo de permanencia de cada aporte es de 30 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, la administradora podrá aplicar a los partícipes una penalización en caso de solicitar rescates antes de cumplirse el plazo mínimo de permanencia por aporte, penalidad que es calculada sobre los días de permanencia del aporte dentro del fondo, y que pueden variar entre el 25% y 75% del rendimiento generado.

Si bien el Fondo se encuentra abierto al ingreso de personas naturales, la estrategia comercial se enfoca principalmente en el segmento institucional. El Fondo busca 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. 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.

Fondo no apalancado financieramente

De acuerdo con la Ley de Mercado de Valores, los bienes y valores que integren el activo de todo fondo administrado deben ser libres de todo gravamen o limitación de dominio. Los pasivos exigibles que mantenga un fondo administrado serán aquéllos que autorice la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, en razón de los compromisos adquiridos con proveedores de servicios a cargo del fondo, los propios de las operaciones con los valores en que este invierte y

las obligaciones por remuneraciones de su administradora.

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

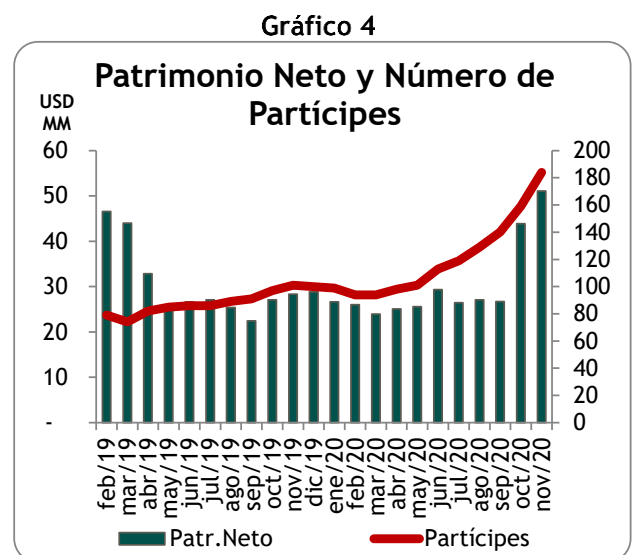
Antecedentes del Fondo

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.

En junio de 2020 se reforma el Reglamento Interno del Fondo. Los cambios efectuados incluyen la reducción del plazo mínimo de permanencia de 60 días a 30 días y también se reforma la penalización por rescates anticipados.

Desempeño del Fondo Flexible 30-60

El patrimonio neto del Fondo se ha mostrado estable a lo largo de 2020 con excepción de los meses de octubre y noviembre donde el patrimonio creció en 64.25% y 16.57% respectivamente; gracias al ingreso de nuevos partícipes y aportes receptados durante los meses en mención, siendo los más altos de los últimos 24 meses.



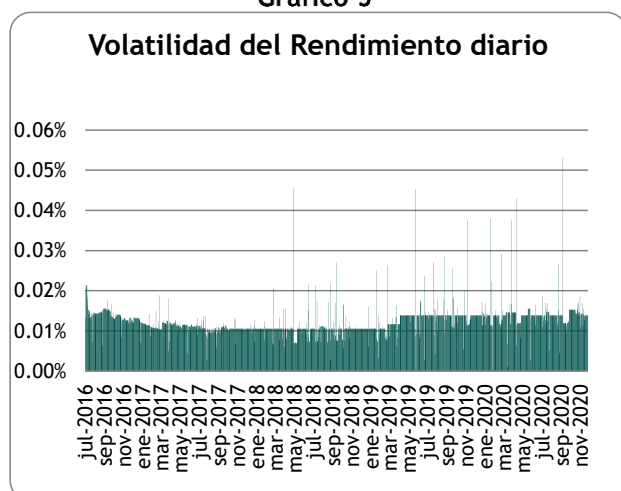
Fuente: Fideval S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

A la fecha de corte, el patrimonio suma USD 51.11MM, constituido por el aporte de 184 partícipes. El patrimonio neto presenta un crecimiento de 80.40% interanual.

Históricamente, el rendimiento diario del valor de la unidad del fondo no presenta valores negativos. En los últimos doce meses a la fecha de corte, el

rendimiento diario promedio fue de 0.0141% y el valor de la unidad se ubica en USD 121.95.

Gráfico 5



Fuente: Fideval S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

La rentabilidad mensual anualizada promedio mantiene una tendencia a incrementarse desde inicios de 2019 y a noviembre 2020, la rentabilidad obtenida por Fondo Flexible es de 4.63%, ubicándose por encima del promedio mensual de Bancos Privados de 30 a 60 días (4.07%) a la misma fecha.

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

* Promedio de últimos 12 meses.

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.

La Tesorería de Fideval es la responsable de la gestión del portafolio de inversiones dentro los cupos asignados y políticas establecidas. Adicionalmente, por ser sus principales partícipes personas jurídicas, la Tesorería privilegia el

contacto continuo con el cliente para mejorar la planificación de los requerimientos de liquidez del fondo.

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

| | |
|--|----------------|
| Calificación mínima de emisiones de deuda del sector real y titularizaciones locales | AA |
| Calificación mínima de inversiones en instituciones financieras | AA- |
| Calificación mínima de emisiones de entidades del exterior | AA o A1-P1 |
| Límite de concentración por partícipe | 15% |
| Concentración máxima en un emisor del sistema financiero | 20% |
| Concentración máxima en un emisor del sector real | 15% |
| Concentración máxima en sector financiero | 25% |
| Concentración máxima en sector real | 90% |
| Duración máxima del portafolio | Hasta 540 días |
| Liquidez mínima a 30 días | 7% |
| Límite máximo de renta variable y reportos bursátiles | 0% |

*Los límites de concentración de clientes y emisores son medidos sobre el patrimonio del fondo.

El Comité de Inversiones ha dispuesto que al menos el 7% del patrimonio del fondo debe permanecer en títulos con un plazo máximo de 30 días, lo cual se ha cumplido en el semestre con un promedio de liquidez de 13.92%. Los límites de concentración definidos por la Administradora han sido respetados en el semestre de análisis.

El Fondo Flexible cuenta con fondos disponibles netos por USD 2.59MM, recursos se encuentran depositados en ocho instituciones financieras privadas con calificaciones de riesgo en escala nacional de AAA- o superiores.

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.

Administración del Fondo

El Fondo Real 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

participes. 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.

Fideval administra cinco fondos de inversión, con un patrimonio neto agregado de USD 240.96MM a la fecha de corte. El 28.09% del patrimonio administrado corresponde al Fondo Real; seguido por el 23.77% del Fondo Futuro; el Fondo Flexible 30-60 participa con el 21.21% y el Fondo Fixed 90 y Fondo Ideal 180 el participan con el 13.69% y 13.24% respectivamente.

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 del Comité fueron designados por el Directorio de Fideval en enero 2020, y ejercerán sus funciones por el período estatutario de 2 años. Los miembros principales son el Gerente General de

Fideval, dos Gerentes de Fondos de Inversión y dos Directores de Fideval.

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

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

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

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

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

GCFNI prepara estudios de riesgo financiero que son incorporados al análisis interno de Fideval, y en función de estos recomienda la compra o no del título examinado. Si el resultado del análisis muestra un resultado favorable, y la recomendación de GCFNI es favorable, las inversiones son autorizadas por dos de los tres miembros 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 con algún resguardo. 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 operacionales sea estricto y eficiente.

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

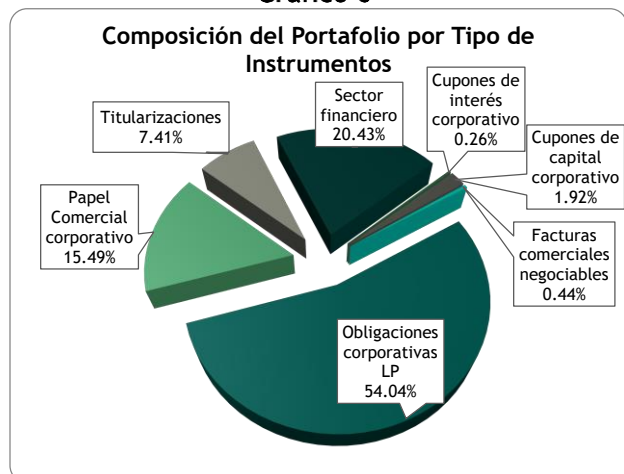
Diaria y semanalmente se realizan respaldos de la base de datos, fuentes y programas de la Institución, que se custodian en un banco y un proveedor externo, y se mantiene un plan de continuidad de negocio para evitar las pérdidas de información por un evento catastrófico. De acuerdo con la Institución, en caso de requerirse, el sistema de la fiduciaria podría restaurarse en 24 horas en otro equipo de servidor similar, para lo cual cuenta con contratos de apoyo con proveedores locales.

Actualmente Fideval no tiene un sitio alterno para soportar la continuidad del negocio.

CALIFICACIÓN DE CRÉDITO DEL FONDO

El portafolio de inversiones del Fondo Flexible a noviembre 2020 suma USD 48.43MM, invertidos en su totalidad en instrumentos de renta fija por política del Comité de Inversiones.

Gráfico 6



Fuente: Fideval S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

Históricamente, el portafolio del Fondo ha estado conformado en su mayoría por títulos del sector real, debido a que es un fondo calzado para aseguradoras. Los títulos del sector real representan el 79.57% del portafolio con un saldo de USD 38.53MM, los cuales se encuentran repartidos de la siguiente forma: obligaciones de largo plazo 54.04%, papel comercial 15.49%, titularizaciones 7.41%, cupones de capital e interés 2.18% y facturas comerciales negociables 0.44%.

El 20.43% restante (USD 9.89MM), corresponde a depósitos a plazo en el sector financiero.

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 (0.26%), 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 precancelación. Esta notificación mitiga el riesgo en la inversión del papel, pero no lo elimina.

El portafolio no presenta exposiciones de riesgo cambiario, puesto que no existen posiciones en monedas distintas al dólar.

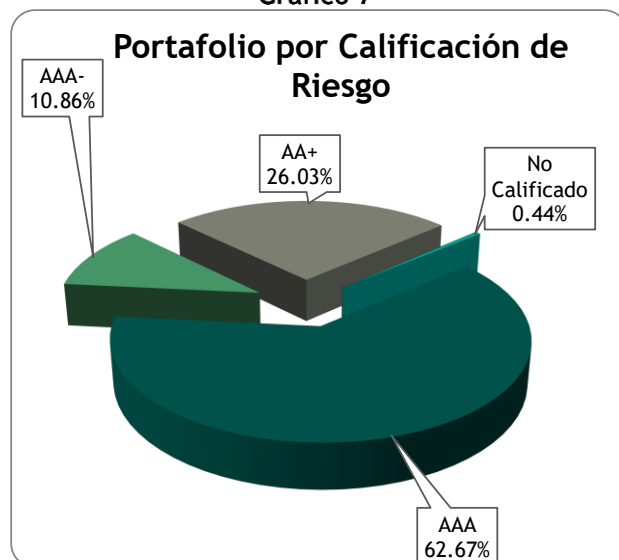
El portafolio se encuentra conformado por inversiones con altas calificaciones públicas de

riesgo de crédito, las cuales se alinean a las políticas establecidas por el Comité de Inversiones.

Dentro del portafolio de inversiones priman los títulos con una calificación de riesgo en escala nacional de “AAA” que representan el 62.67%; dicha participación incrementa a 64.65% al incluir los fondos disponibles en instituciones financieras con riesgo de crédito de corto plazo del mismo nivel.

El 10.86% del portafolio cuenta con calificación de “AAA-”, el 26.03% corresponde a títulos con calificación nacional de “AA+” y el 0.44% restante corresponde a títulos que no están obligados a contar con una calificación de riesgo local. La calidad de los títulos y emisores que componen el portafolio se ha mantenido estable durante el último año.

Gráfico 7



Fuente: Fideval S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

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.

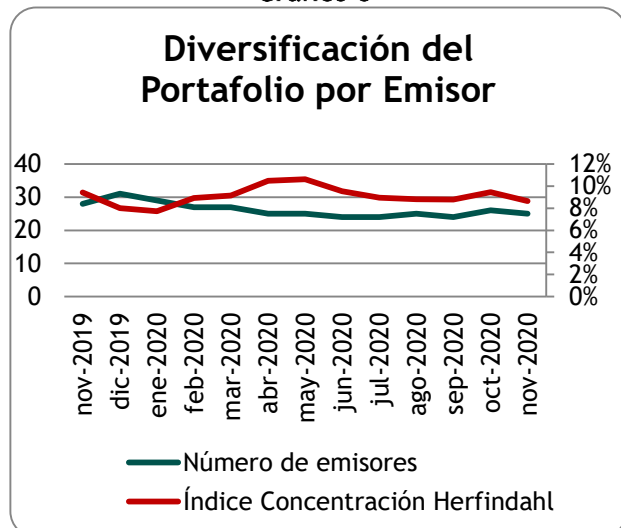
El saldo de ATU está provisionado dentro del balance de forma lineal a 10 años y la exposición a este emisor es marginal (0.3%). Dicha provisión es asumida por la Administradora mediante un ajuste de su comisión y no afecta el rendimiento del fondo.

El portafolio de inversiones del fondo se compone de títulos emitidos por 25 emisores; 18 son emisores corporativos, 4 son valores de titularizaciones de cartera y 3 son instituciones financieras locales.

El portafolio del Fondo muestra una adecuada diversificación. El índice Herfindahl, que mide la

concentración por emisor, es de 8.64% a noviembre 2020 y a pesar de que el número de emisores que componen el portafolio no varía con relación al último seguimiento el índice de Herfindahl se reduce en 1.99pp debido a la menor participación del mayor emisor y composición del portafolio.

Gráfico 8



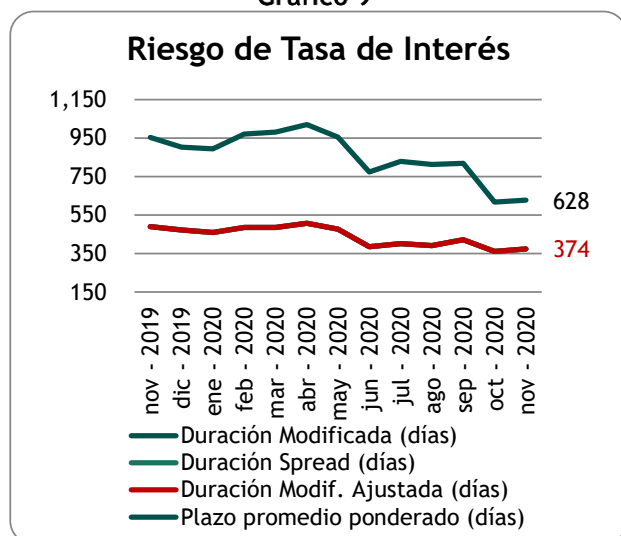
* Cálculo no considera los fondos disponibles.
Fuente: Fideval S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

El mayor emisor cuenta con una participación del 14.10% del portafolio y los mayores 5 emisores concentran el 54.66%. Los límites internos de concentración por emisor y sector se cumplen en el semestre de análisis.

CALIFICACIÓN DE VOLATILIDAD DEL FONDO

Riesgo de tasa de Interés y riesgo spread

Gráfico 9



Fuente: Fideval S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

El plazo promedio ponderado de los últimos 12 meses es de 850.88 días y ha mostrado volatilidades moderadas. A la fecha de corte, el WAM se ubica en 627.69 días y es menor al observado en los últimos

6 meses, debido a la menor participación de títulos con vencimientos superiores a un año.

La duración modificada, indicador de sensibilidad del portafolio a movimientos de la tasa de interés, registra a la fecha de corte un valor de 373.9 días. Lo anterior implica que, por movimientos paralelos de 1% en las tasas de interés de mercado, el valor del portafolio variaría 1.04%. Se resalta que al igual que en el plazo promedio ponderado, la duración modificada decrece en comparación con el último seguimiento, con una variación de 103 días, disminuyendo la exposición a pérdidas de valor del portafolio en 0.29%.

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.

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 30 días. 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.

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 (30 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 0.29%.

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 21 días, sin afectar la preservación del capital.

| | |
|---|----------|
| Duración Modificada (días) | 373.90 |
| Duración Modificada (años) | 1.04 |
| Rentabilidad diaria promedio 12 meses | 0.01406% |
| Horizonte de tiempo evaluado | 30 días |
| Volat. Asumida durante horizonte evaluado | 0.29% |
| Riesgo esperado (V*DM/360) | 0.30% |
| Días comprometidos rentabilidad | 21 |
| Días comprometidos / Permanencia mínima | 71.07% |

A noviembre 2020, ante una volatilidad de 0.29% de la tasa de interés afectaría en un 71.07% la rentabilidad otorgada dentro del plazo evaluado (30

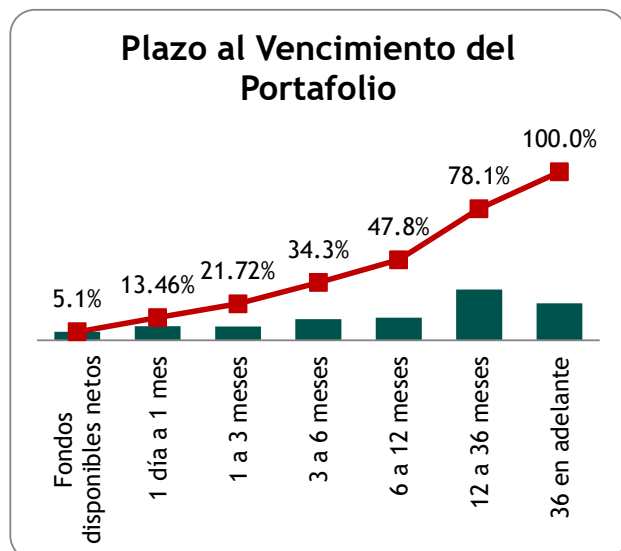
días). Por tanto, desde la perspectiva de preservación de capital, el riesgo de tasa de interés se considera moderado.

Liquidez adecuada ante niveles de rescate históricos

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 se encuentra en niveles controlados.

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. La liquidez a un mes de los últimos seis meses se ha ubicado por encima del requerimiento y en promedio fue de 13.92%.

La estructura actual de plazos del portafolio muestra que el 17.53% del portafolio tiene vencimientos hasta 90 días; y al considerar los fondos disponibles la liquidez a 3 meses incrementa a 22.01%. La participación de títulos con vencimientos hasta 90 días incrementa en 3.92pp interanual y 4.91pp contra el último seguimiento, no obstante, el fondo mantiene una concentración en plazos superiores a un año.



Fuente: Fideval S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

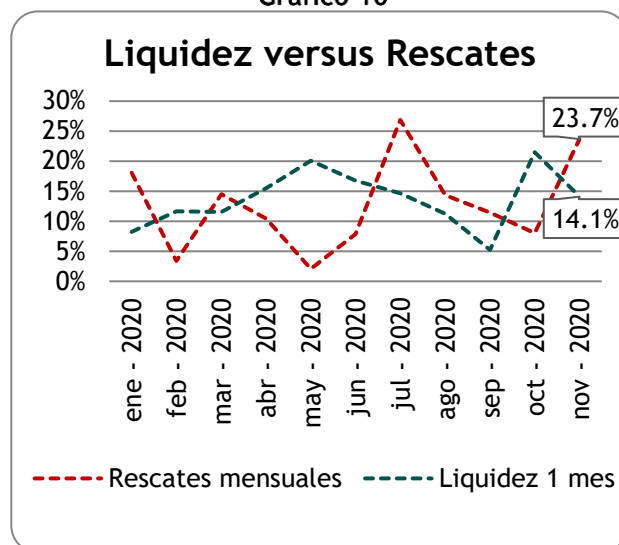
Desde el último seguimiento, los rescates y cancelaciones mensuales han variado entre 7.86% y 26.88%, el nivel promedio de rescates fue de 15.37% y la volatilidad de los rescates durante el último año ha sido baja.

Para la determinación del requerimiento de liquidez por volatilidad se utilizó el percentil de los últimos 36 meses a un 95% de confianza, con lo cual se

determinó un requerimiento de 27.3%. Tal porcentaje conserva una brecha frente a la liquidez a 1 mes, que deberá ser cubierto por medio de los aportes o venta de títulos para cubrir el riesgo de liquidez en caso de presentarse.

No obstante durante el periodo de análisis los aportes han sido suficientes para contrarrestar el efecto de los rescates e incrementar el patrimonio neto del Fondo, especialmente durante los últimos dos meses.

Gráfico 10



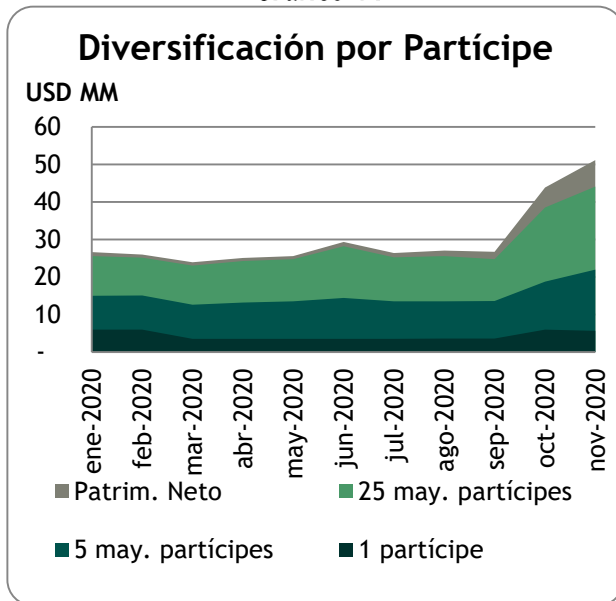
* Liquidez a un mes incluye flujos proyectados de capital e interés del portafolio.

Fuente: Fideval S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

Los niveles de concentración de partícipes se reducen a noviembre 2020, consecuente con el ingreso de nuevos partícipes al Fondo (+83 partícipes) en comparación interanual y con el seguimiento anterior.

A pesar de la reducción de concentración de partícipes, el fondo cuenta con altos niveles de concentración, durante el último año la concentración promedio en los 25 mayores partícipes es de 94.38%; a noviembre 2020 los 25 mayores partícipes concentran el 86.36%.

Gráfico 11



Fuente: Fideval S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

La potencial necesidad de vender títulos en el mercado secundario con el fin de responder a los requerimientos de liquidez al que se expone el fondo es mitigado por la excelente calidad crediticia de los títulos que conforman el portafolio y a un activo mercado secundario, principalmente con tesorerías de instituciones financieras.

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. 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 debe confiar 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 son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó 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 es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa 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. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2021.