

Ecuador

Fondo Administrado Centenario Renta

Calificación

feb-2022	ago-2022	feb-2023
AAA / V3	AAA / V3	AAA / V3

“AAA”: La mayor calidad crediticia de los activos del fondo.

“V3”: Riesgo de mercado moderado

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

Características del Fondo	
Tipo de Inversión	Instrumento de Deuda
Porcentaje Renta Variable	0.0%
Plazo Mínimo Permanencia	90 días
Días de preaviso	3 días hábiles
Total Activos (USD M)	96,691
Total Patrimonio (USD M)	96,539
No. Participes	2,536
Duración Modif. Promedio 6 meses	493 días
Plazo al Vencimiento Promedio 6 meses	801 días
% Inversiones en otras Monedas	0.00
Volatilidad Promedio (*)	0.2701%
Rentabilidad Anual Promedio (**)	4.87%
Coef. Variación* (σ/mediana)	5.54%
Custodios	Decevale, DCV-BCE

* Promedio de rendimientos mensuales netos anualizados de últimos 12 meses.

Administradora del Fondo:
FIDUCIA S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS MERCANTILES

Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA
(5939) 9067 7236
cordonez@bwratings.com

Esteban Lopez
(5932) 226 9767
elopez@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de crédito del Fondo administrado centenario renta en **AAA**, en función de la composición de las calificaciones de riesgo su activo financiero. La calificación de volatilidad también se mantiene en **V3**, que refleja el riesgo de mercado moderado que presenta el portafolio a movimientos en las tasas de interés del mercado y a variaciones del spread crediticio.

Calificación dinámica: La calificación puede variar de forma rápida en función de los cambios en las políticas del Fondo, y la composición del portafolio. El presente informe de calificación se basa en la situación del Fondo Administrado *Centenario Renta* al 31 de diciembre de 2022.

Excelente calidad crediticia del activo financiero: el 66.4% del activo financiero se encuentra invertido en instrumentos con calificación de riesgo local AAA y al incluir los títulos emitidos por el estado ecuatoriano esta participación incrementa a 81.38%. La calidad de los títulos se mantiene, el número de emisores disminuye en comparación al último seguimiento y el portafolio cumple con las políticas mínimas vigentes. El portafolio presenta una concentración del 45.5% del portafolio en 5 emisores de un total de 27.

Riesgo de mercado moderado: La Calificación de Volatilidad recoge nuestro criterio respecto a la exposición del Fondo a factores de riesgo que pueden generar volatilidad en la rentabilidad del portafolio. Los principales factores analizados son la sensibilidad a la tasa de interés del portafolio, el riesgo de spread crediticio, el plazo promedio ponderado del portafolio frente a su perfil de redención, y la liquidez que mantiene el Fondo frente a la volatilidad histórica de los rescates y a la concentración de sus participes.

Riesgo moderado de tasa de interés: Tanto la sensibilidad a cambios de la tasa de interés, medida por la duración, como el plazo promedio muestran un incremento frente al seguimiento anterior, aunque el riesgo de tasa de interés se mantiene dentro de niveles moderados.

Liquidez de corto plazo adecuada ante volatilidad histórica de rescates: La volatilidad histórica de los rescates es relativamente baja y durante casi todos los meses la liquidez a un mes mantenida por el fondo ha sido suficiente para cubrirlos. El 68.41% del activo financiero corresponde a valores con plazos por vencer superiores a un año. Existe una importante concentración en los 25 mayores participes, y dentro de estos, en entidades pertenecientes al sector asegurador. En caso de presentarse retiros de sus principales participes, podría requerirse liquidar inversiones para cubrir dichos retiros, sin embargo, este riesgo está mitigado por la permanencia mínima requerida y por la calidad del activo financiero. Cabe indicar que históricamente estos recursos han mostrado estabilidad.

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.

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.

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.

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

Perfil

Fondo de Mediano Plazo con orientación empresarial

El Fondo Centenario Renta es un fondo administrado constituido en Ecuador, dirigido a inversionistas con

excedentes de liquidez de al menos 90 días. Sus principales características se resumen a continuación:

Características Principales	
Tipo de inversiones	Renta Fija
Monto inicial de inversión	USD 1.00
Monto mínimo de incrementos	USD 1.00
Plazo mínimo permanencia por aporte	90 días
Días de preaviso	3 días hábiles
Orientación	Empresarial
Custodios	Decevale-DCV BCE

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

En caso de solicitar el rescate antes de cumplirse el plazo mínimo de permanencia del aporte, la administradora podrá aplicar a los partícipes una penalidad para el partícipe de hasta el 2% sobre el monto a rescatar.

Se excepciona de la penalidad antes referida los siguientes casos que deberán ser justificados ante el administrador por escrito y con las pruebas del caso al momento de realizar la solicitud:

1. Muerte del partícipe, conyugue o hijos menores de edad.
2. Que el partícipe, su conyugue o hijos menores de edad presenten una enfermedad catastrófica definida como tal en el Ley Orgánica de Salud.

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

Si bien el Fondo se encuentra abierto al ingreso de personas naturales, la estrategia comercial se orienta principalmente hacia el segmento empresarial, lo cual facilita los esfuerzos de crecimiento, aunque también genera una mayor concentración de partícipes mientras se expande.

El patrimonio neto del fondo Renta muestra variaciones consistentes con la estacionalidad mensual de los aportes y rescates de sus partícipes. A la fecha de corte este alcanza USD 96.54MM y

durante el segundo semestre del 2022 el patrimonio ha registrado saldos en un rango entre USD 87.51MM y USD 117.4MM. La disminución semestral y anual del patrimonio es de -17.8% y -29.83% respectivamente, y es explicado principalmente por retiros importantes resultado de la menor liquidez de la economía experimentada en los últimos meses del año 2022.

El patrimonio se encuentra compuesto por el aporte de 2536 partícipes a dic-2022. Este número muestra una tendencia creciente durante el año (incremento interanual de 623 clientes).

A pesar del mayor nivel de diversificación de partícipes, el fondo presenta una elevada concentración debido al nicho de mercado empresarial al que está dirigido. Adicionalmente se destaca que las compañías de seguros y reaseguros son los principales partícipes del fondo Renta. A la fecha de corte, los 25 mayores partícipes concentran el 80.4% del patrimonio, porcentaje que muestra un incremento de 4.11% frente el mismo período del año anterior. El incremento no va en línea con el aumento de partícipes debido a que este aumento corresponde a personas naturales que no representan una participación significativa en el patrimonio total del fondo.

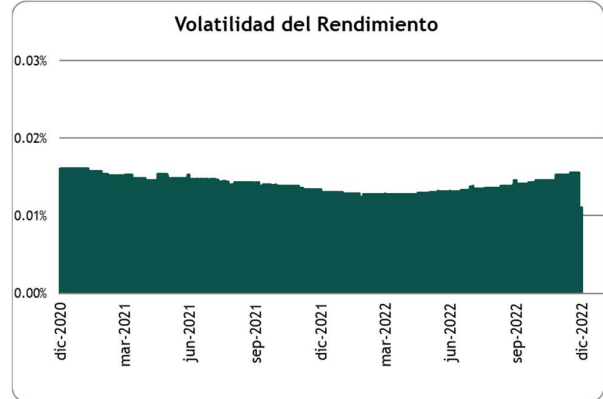
Antecedentes del Fondo

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

La última reforma al reglamento interno del fondo se realizó durante enero 2021.

Desempeño del Fondo Centenario Renta

El valor de la unidad del fondo no ha presentado variaciones negativas desde su fecha de constitución. La rentabilidad mensual anualizada de los últimos 12 meses del fondo se ubica en un promedio de 4.87%, con una volatilidad de 0.27%. El valor de la unidad a la fecha de corte es USD 164.41.



Fuente: Fiducia S.A.
Elaboración: BankWatch Ratings

El fondo mantiene el 68.41% del portafolio en inversiones con plazos superiores a los 12 meses. Esto significa un incremento de alrededor del 57.25% comparado con cifras de jun-2022, debido a una menor concentración en inversiones de plazos entre 6 y 12 meses.

Principales políticas de administración

Las políticas de inversión generales, especialmente con relación al tipo y calidad de activos en los que puede colocar los recursos el Fondo, se recogen en su Reglamento Interno. En el mismo documento se establece que el Comité de Inversiones tendrá bajo su responsabilidad la definición de las políticas de inversiones que se apliquen al fondo y la supervisión de su cumplimiento.

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

Principales límites de inversión	
Calificación mínima de los títulos	AA-
Duración máxima del portafolio	2.5
Límite de concentración por partícipe	10%
Concentración máxima en un emisor del sistema financiero	20%

En cuanto a diversificación y calificación de riesgo, en el reglamento interno del fondo se limita la colocación de inversiones en valores y activos de renta fija permitidos para los fondos de inversión administrados por la Ley de Mercado de Valores; y que, para aquellos valores emitidos en el país, cuenten con una calificación de riesgo AA- o superior otorgada por una empresa calificador de riesgos debidamente autorizada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros para tal efecto, salvo en los casos en los cuales dicha calificación de riesgo no sea exigida para algún tipo de título valor por expresa disposición legal o reglamentaria.

Con el fin de mantener una liquidez adecuada, la política interna establece que debe mantenerse en

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

Adicionalmente, el fondo cuenta con una política de concentración por emisor donde se limita a invertir un cupo máximo de 20% del portafolio por institución financiera.

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

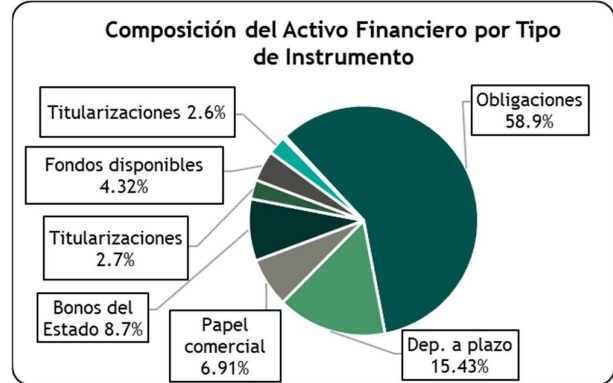
De acuerdo con las políticas establecidas, el fondo debe manejar una duración del portafolio de máximo 2.5 años. Se ha cumplido con esta regla en conjunto con el resto de las políticas mencionadas, dentro del período analizado.

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

Composición del Activo Financiero del Fondo

A dic-2022, el portafolio de inversiones del Fondo Renta suma un total de USD 92.47MM, monto invertido en su totalidad en instrumentos de renta fija por política del comité de inversiones y diversificado en 27 emisores locales (41 emisores a diciembre-2021). No existen posiciones en monedas distintas al dólar, por lo que el fondo no está expuesto a riesgo de tipo de cambio. Adicionalmente, el fondo mantiene USD 4.18MM en fondos disponibles.

El activo financiero del fondo se encuentra compuesto en 68.47% de títulos del sector real con un saldo de USD 66.18MM, repartidos principalmente en obligaciones corporativas (58.94%) y papel comercial (6.91%). Por otro lado, el 15.43% se encuentra en certificados de depósito e inversión emitidos por sector el financiero local. Un saldo de 8.4MM o 8.7% corresponde a inversiones en bonos del estado. La composición del activo va de la mano con sus objetivos de rendimiento a corto plazo, por lo que su concentración es en sector real y certificados de depósito. Se busca obtener un beneficio de rentabilidad a través de la inversión en obligaciones y bonos del estado.



Fuente: Fiducia S.A.
Elaboración: BankWatch Ratings

Hechos relevantes

El 28 de enero del 2021 se aprueba la reforma del Reglamento Interno y el Contrato de Incorporación del “Fondo de inversión Centenario Renta” administrado por la compañía Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos a través de la resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-2021-00000794.

Entorno Macroeconómico

El año 2021 registró reactivación económica frente al primer año de pandemia, que fue extremadamente complejo para Ecuador. En 2020 Ecuador tuvo que enfrentar a más de sus debilidades económicas estructurales: falta de flexibilidad monetaria, alto endeudamiento y reservas de liquidez inexistentes, presiónadas en los últimos años; además de otros factores que agravaron la situación como la caída de ingresos petroleros en exportaciones por precios y nivel de producción, vencimientos importantes de la deuda externa, gobierno con baja popularidad, un sistema de salud con deficiencias para enfrentar la pandemia y la ruptura de la cadena comercial local y del exterior. Lo anterior se concretó en una contracción de la economía, mayor desempleo, reducción del consumo de los hogares y deterioro en la capacidad de pago de la población.

En 2021, a raíz de las elecciones presidenciales y sus resultados, la confianza en Ecuador se rescató y el país fue apreciado como favorable a la inversión privada. La recuperación de la confianza sería el factor preponderante en la expectativa de recuperación del país, pues el índice de confianza bajó de 5033 puntos base en abril-2020 a 760 luego de conocerse los resultados electorales y la aprobación de la ley para la protección de la dolarización. Por otro lado, la calificación del país otorgada por FITCH Ratings pasó de “Restricted Default” a B-/estable en septiembre de 2020, luego de la reestructuración de los bonos soberanos, esta calificación se mantiene hasta el momento.

Lamentablemente, el panorama de inestabilidad política y social, evidenciada en las paralizaciones fomentadas por algunos sectores de la población y la falta de consensos entre los diferentes poderes del estado, representa una dificultad para el Gobierno y limita el cumplimiento de las metas planteadas.

Entre el 13 y el 30 de junio de 2022 se dio un paro nacional impulsado por la CONAIE, que generó pérdidas de aproximadamente USD 1,000 millones y terminó bajo el condicionamiento de la apertura de mesas de diálogos con el movimiento indígena para la discusión de los distintos frentes de protesta. En las mesas de diálogo entre el Gobierno y el movimiento indígena se debatieron propuestas respecto a las demandas impuestas para concluir con el paro. En otras cosas, se han acordado los siguientes temas: focalización de subsidios de combustibles; condonación deudas en el sector financiero público de hasta USD 3,000; control de precios; moratoria sobre bloques petroleros; entre otros. Las decisiones tomadas y los puntos acordados representan alto costo y por tanto presiones adicionales a la débil economía del país. A pesar de las amenazas de nuevas paralizaciones el Gobierno no aceptó la condonación de deuda mayor a USD 3,000 en el sector público y definirá programas de refinanciamiento para contrarrestar la limitada capacidad de pago de los deudores.

La inestabilidad implícita en el comportamiento social y político ha tenido un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en un mayor rendimiento exigido por inversionistas extranjeros. El riesgo país, que se encontraba en 895 a principios de marzo de 2022, se ha incrementado de forma importante durante y luego del paro nacional. En octubre de 2022 alcanzó un máximo de 1,945 puntos, y se ha mostrado variable sobre los 1,043 puntos. Este comportamiento refleja la menor confianza del entorno internacional en el país y la volatilidad del precio del petróleo.

Por otro lado, luego de los picos en el precio del petróleo superiores a USD 100, impulsado por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania, este cayó a un rango entre USD 80 y USD 88 durante septiembre, mientras que a inicios del mes de octubre registró variaciones positivas, pero posteriormente se ha estabilizado; al 31 de enero de 2023 el barril de petróleo WTI marcó el precio de 77.45 dólares.

En junio de 2022 el FMI anunció la aprobación de un desembolso adicional, tras la cuarta y quinta revisión de cumplimiento de metas del programa del

acuerdo contraído con la Entidad y el monto restante se desembolsó en diciembre de 2022.

El acuerdo con el FMI por un total de USD 6,500 millones fue completado de manera exitosa y con la culminación de este el Gobierno prevé aplicar al programa de Resiliencia y Sostenibilidad que permitiría al país acceder a líneas de crédito entre USD 690 y USD 1,300 millones a un plazo de 20 años y una tasa de interés hasta 4% anual. Si bien se ha expresado el interés en este programa de crédito, el Presupuesto del Estado de 2023 no contempla estos posibles desembolsos como financiamiento, sino que se compone principalmente de deuda interna (50.7%), seguido de Multilaterales (40.5%) y Bonos (7.9%). En caso de que se haga efectivo el acceso al programa, los Bonos podrían ser reemplazados por el programa del FMI en USD 600MM ya que en el mercado internacional Ecuador debería pagar una tasa de 15% al menos considerando que el riesgo país según datos del BCE ha presentado una reducción desde su pico en octubre-2022 (1,945 vs. 1,181 a finales de ene-2023), con el programa del FMI la tasa sería hasta del 4%¹.

En marzo-2022, Ecuador firmó contratos de crédito con el Banco de Desarrollo de América latina (CAF) por USD 175 millones para planes nacionales de educación agua potable y saneamiento². Por su parte, a finales de mayo el Banco Mundial aprobó un crédito por USD 200 millones,³ financiamiento destinado para la reducción de desnutrición en personas embarazadas y niños de hasta 24 meses. El plazo de este préstamo es de 18 años, con 5 de gracia y una tasa de interés variable.

El 19 de septiembre de 2022 el presidente Lasso anunció que se logró un acuerdo para la reestructuración de la deuda con China de USD 3,227 millones, lo cual traería un ahorro para el país de USD 1,400 millones entre 2022 y 2025. Esta deuda se compone por USD 1,395 millones con el Banco de Desarrollo de China y USD 1,832 millones con el Banco de Exportaciones e Importaciones de China. Lo que el acuerdo alcanzado contempla es una extensión de tres años para el vencimiento;

¹ Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fondo-monetario-prestar-millones-ecuador/>

² Ecuador firma créditos con CAF por USD 175 millones - <https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2022/03/ecuador-firma-creditos-con-caf-por-usd-175-millones/>

³ Banco Mundial aprueba un crédito de USD 200 millones para Ecuador - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

suspensión de las amortizaciones durante seis meses; reducción de la tasa de interés de la deuda.⁴

En el mes de septiembre también se ha evidenciado un alza en las tasas activas del sistema financiero, posterior a la tendencia decreciente que venían presentando desde 2021⁵. Este comportamiento en las tasas de interés se da por menores niveles de liquidez provocados por diversos factores como menores niveles de depósitos frente a demanda elevada de créditos, además de los bajos niveles de empleo adecuado y mayores niveles inflacionarios, que reducen la capacidad de ahorro de las familias, así como su poder adquisitivo.

En octubre-2022 Ecuador accedió a líneas de crédito con dos sólidas entidades internacionales (FED y BIS) que suman USD 1,840 millones y que sirven como líneas de emergencia para requerimientos de liquidez, por lo cual son un importante apoyo para fortalecer la confianza de los mercados del exterior, estos respaldos son particularmente importantes en un país dolarizado.

El 19 de noviembre de 2022, la Comisión de Régimen Económico de la Asamblea Nacional aprobó la Proforma Presupuestaria de 2023, la cual aún deberá pasar por el Pleno de Legislativo⁶. Dentro de los supuestos macroeconómicos que se plantean para el año entrante está un crecimiento del PIB del 3.1%, con un precio promedio del barril de petróleo de USD 65, una producción diaria de 514,759 barriles (aproximadamente 5mil barriles más que el incremento planteado por Petroecuador hasta finales de 2022⁷), una inflación del 2.55% y un déficit fiscal del 2% del PIB (se prevé que los gastos superen a los ingresos en USD 2,630 millones).

Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó una recuperación del PIB constante de 4.24% en 2021,

⁴ Ecuador reestructura USD 3.227 millones de deuda con China

- <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-acuerdo-deuda-china/>

⁵ Las tasas de interés para todos los créditos empiezan a subir

-<https://www.primicias.ec/noticias/economia/tasa-interes-credito-aumento/>

⁶ Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/informe-proforma-aprobacion-comision/>

⁷ Petroecuador aumentará la producción en seis campos petroleros en 2022 - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

luego de la contracción de 2020 (-7.79%). Las cifras al segundo trimestre de 2022 señalaban un crecimiento interanual de 1.7%, que mostraba una ralentización de la economía, pero al tercer trimestre son más alentadoras con un crecimiento del 3.19% respecto a 2021.

Según las últimas previsiones del BCE, se estima que el PIB del país crecería en 2.7%⁸ en 2022, lo cual incorpora el impacto negativo del paro sobre la economía nacional. Las expectativas para 2023 son más optimistas, esperando superar los niveles prepandemia de estas variables macroeconómicas.

En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas de 2021 y del tercer trimestre de 2021 y 2022, así como el esperado de 2022 y 2023, tomados de las cuentas trimestrales y previsiones del BCE.

Indicador	2021	2022 (p)	2023 (p)	2021.I	2022.III
Producto Interno Bruto (PIB)	4.24%	2.69%	3.07%	-4.07%	3.19%
Exportaciones	-0.13%	5.55%	5.12%	-7.04%	0.11%
Importaciones	13.25%	9.29%	3.98%	-2.19%	-0.39%
Consumo final Hogares	10.22%	4.97%	3.19%	2.00%	3.84%
Consumo final Gobierno	-1.69%	-0.42%	-0.19%	-9.81%	2.05%
Formación Bruta de Capital Fijo	4.33%	6.76%	3.68%	-5.63%	0.99%

En 2021 se destaca el crecimiento de los sectores de transporte y comercio con el 11.1% y 13.1% respectivamente; otro sector con un crecimiento notorio fue el de alojamiento y servicios de comida, que alcanzó niveles cercanos a los de prepandemia según las cifras del BCE, denotando así el retorno a la normalidad y disminución de restricciones.

Las principales industrias por su aporte al valor agregado durante el segundo trimestre son: manufactura, comercio, enseñanza y servicios sociales y de salud, petróleo y minas y transporte. En conjunto, el crecimiento de estos sectores respecto al primer trimestre de 2021 es de USD 93MM, es decir un crecimiento del 1.1%, por otro lado, posterior al paro nacional en junio-2022 se aprecia que agricultura, pesca, servicios domésticos y actividades relacionadas a explotación y refinamiento de petróleo y minas se contraen en promedio 5.3%.

Durante el segundo trimestre de 2022, se apreciaron comportamientos favorables en algunos sectores de la economía, sin embargo, los de mayor peso sobre el valor agregado no han presentado variaciones significativas o se han reducido.

Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía

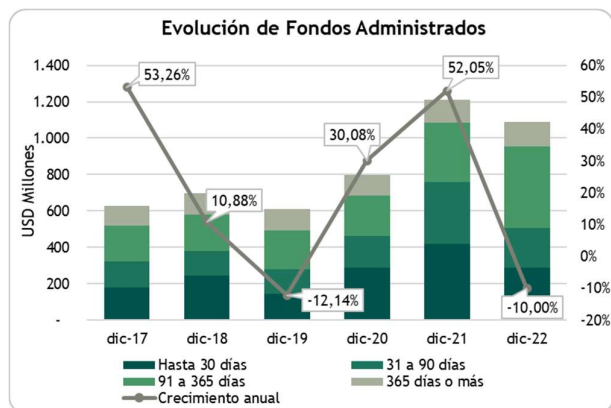
⁸ Previsiones macroeconómicas del BCE descargadas a septiembre de 2022.

frente al entorno operativo adverso persiste. Es importante destacar la crisis de seguridad y social que enfrenta Ecuador a la fecha. El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, para buscar acciones consensuadas de políticas planificadas.

Mercado de Fondos de Inversión Administrados

De acuerdo con información publicada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, a diciembre 2022 existen 44 fondos administrados de inversión vigentes y 2 fondos colectivos, gestionados por doce Administradoras de Fondos y Fideicomisos. En 2022, la SCVS aprobó la constitución de diez fondos administrados adicionales, de las Administradoras Plusfondos, Vanguardia, ANEFI, entre otras.

Gráfico 1



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

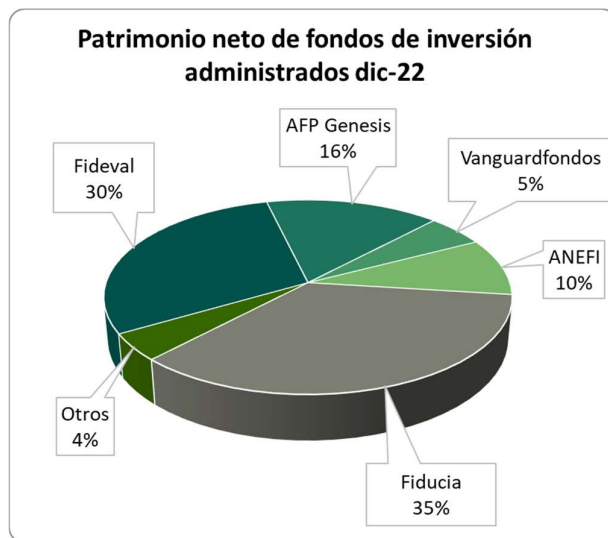
En 2020, el mercado de fondos de inversión administrados experimentó un decremento del patrimonio administrado en los meses de marzo y abril (inicio de la pandemia y confinamiento), caída asociada a la incertidumbre del entorno macroeconómico y efectos de la pandemia. No obstante, a partir de mayo 2020, el patrimonio administrado por los fondos de inversión empezó a recuperarse y en septiembre de 2021 logró superar la barrera de los USD 1,000 millones. 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.

Durante el 2022 existió un alza progresiva en lo referente a las tasas pasivas del sector financiero. Como resultado, existe mayor competencia de los productos de ahorro ofrecidos por el sector bancario y cooperativas, que ha impactado el tamaño del patrimonio neto de los fondos administrados. A la

fecha de corte, el patrimonio administrado agregado alcanza USD 1,089 millones, con un decrecimiento interanual de 10%. Por otro lado, los depósitos del sector financiero han mantenido un crecimiento del 6.4% interanual a la fecha de corte.

En este mismo año, la SCVS autorizó la constitución de una nueva administradora de fondos denominada ICM-Integra, que administra cuatro fondos, de corto, mediano y largo plazo. Adicionalmente, en marzo 2022 se aprobó la liquidación del Fondo Seguridad administrado por Analyticalfunds.

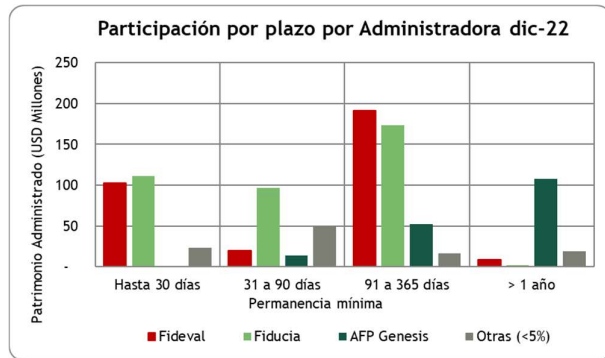
Gráfico 2



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

El 80.63% del mercado es administrado por tres fiduciarias. Las administradoras Fideval y Fiducia mantienen el liderazgo en el mercado con una participación conjunta del 64.75%. En tercer lugar, se encuentra AFP Genesis (15.87%) y en cuarto lo está la empresa Anefi. Fiducia y Fideval cuentan con mayor enfoque en fondos con permanencia mínima inferior a un año, aunque ahora también mantienen fondos de ahorro programado para un año o más, mientras que AFP Genesis tiene un mayor enfoque en fondos de más de 90 días. Anefi actualmente maneja fondos de inversión enfocados en el corto plazo.

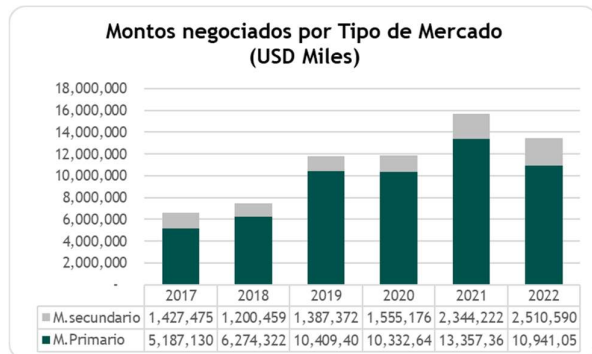
Gráfico 3



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

Las negociaciones en el mercado de valores ecuatoriano registraron un crecimiento importante en 2019 y 2021, sin embargo, a 2022 existe una disminución que podría estar relacionada con el alza generalizada del costo del endeudamiento y la mayor competitividad de los productos de ahorro del sector bancario. Por otro lado, el mercado de valores continúa siendo poco profundo (11.8% del PIB), y la mayoría de las negociaciones corresponden al mercado primario, ya que la tendencia de los participantes del mercado es mantener sus inversiones hasta el vencimiento.

Gráfico 4



Fuente: Bolsa de Valores de Quito. Elaboración: BankWatch Ratings.

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.

Administración del Fondo

Experiencia fiduciaria y de administración

El Fondo Renta está administrado por Fiducia S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles (Fiducia o Administradora en adelante). La fiduciaria se constituyó originalmente en 1985

bajo el nombre de Corporación Bursátil Fiducia S.A., y en 1995 mediante la reforma de sus estatutos, cambia a su denominación actual.

En julio del 2012 Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles adquirió la compañía ACM, que administraba fondos administrativos.

La empresa fue autorizada para administrar fondos de inversión y para representar fondos internacionales de inversión, en los términos de la Ley de Mercado de Valores, el 28 de febrero del 2013.

Fiducia establece como misión el generar y administrar negocios fiduciarios y de fondos de inversión, a través de una vocación por los servicios, innovación, y principios de independencia, con el fin de contribuir al desarrollo del país en el largo plazo. La Fiduciaria cuenta con una adecuada experiencia en la administración de fondos. A dic-2022, Fiducia administra seis fondos de inversión con un patrimonio neto agregado de USD 383.24MM, que representa el 35.18% del mercado. La imagen y trayectoria de Fiducia se valora como positiva, y se refleja en el importante posicionamiento dentro de su industria.

Los objetivos estratégicos de la fiduciaria están relacionados a una expansión del negocio de la Compañía, el aumento de la rentabilidad de sus operaciones, el control de los niveles de riesgo en su cartera, el incremento de los niveles de satisfacción de sus clientes, y la implementación de sistemas y herramientas para mejorar sus procesos operativos y recursos humanos.

Los principales ejecutivos de la Administradora son profesionales con amplia experiencia en el sector financiero y real de la economía, y en la administración fiduciaria y de fondos de inversión, aspecto positivo para la gestión del portafolio administrado.

Después de analizar la experiencia e historial de la administradora y del equipo de inversión en la administración del fondo; la calidad y estabilidad de los procesos operativos; la infraestructura tecnológica y los controles internos, la calificadora considera que Fiducia S.A. cuenta con un equipo profesional y experiencia adecuada para administrar el fondo analizado en este informe.

Sistemas tecnológicos, Controles internos y Políticas operacionales

Los fondos administrados por Fiducia tienen su propia contabilidad y sus activos se encuentran adecuadamente identificados y custodiados.

La Administradora cuenta con sistemas de información, infraestructura y recursos tecnológicos

en sus departamentos de sistemas ubicados en las ciudades de Quito y Guayaquil, cada uno con su propio Data Center y enlazados por un canal de datos. La información se respalda diariamente y se almacena en discos duros físicos que son llevados mensualmente a un casillero de seguridad, perteneciente a una institución bancaria. Desde el mes de julio 2021 los respaldos mensuales se almacenan en discos extraíbles USB. Adicionalmente, Fiducia dispone de un Plan de Contingencia actualizado, para evitar que las operaciones normales dentro de la empresa se vean afectadas por imprevistos. Actualmente todos los colaboradores realizan trabajo presencial, sin embargo para las reuniones internas y externas se siguen utilizando herramientas tecnológicas que demostraron su eficacia durante la pandemia COVID19.

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

Este sistema permite un monitoreo de los usuarios y la información a la que acceden, y permite la definición de roles para los diferentes accesos a módulos.

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

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

La gestión del personal de la fiduciaria se realiza mediante el sistema COMPERS, que facilita el

monitoreo del capital humano y sus competencias a través de su automatización. Por otra parte, cuentan con el apoyo legal de la plataforma LEXIS, que ofrece una biblioteca con todas la normativa vigente del Ecuador y se actualiza constantemente. Con ello, el departamento legal de la empresa dispone de un respaldo para una toma de decisiones apropiada.

Procesos de selección y monitoreo crediticio

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

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

El Comité de Inversiones se reúne mensualmente y en este se analizan las características relevantes de cada fondo, como son los cambios en calificación de riesgo de los emisores que conforman el portafolio, los plazos de colocación, la diversificación y concentración por emisor, la disponibilidad de recursos líquidos, la liquidez y la duración del portafolio. También se monitorea el cumplimiento de la normativa legal aplicable, como por ejemplo la de concentración máxima de emisores por grupos económicos.

Con respecto al proceso de selección de valores, este se encuentra sustentado en los informes preparados internamente sobre los riesgos y características de cada oportunidad de inversión.

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

Este órgano está presidido por el Gerente General de la Fiduciaria y se reúne semanalmente con la presencia de al menos 5 de sus 7 miembros principales, que son el Gerente Regional, el Gerente

de Riesgos, el Gerente de Fondos de Inversión, el Gerente de Operaciones, el Analista de Riesgo y el Administrador de Portafolio o el trader.

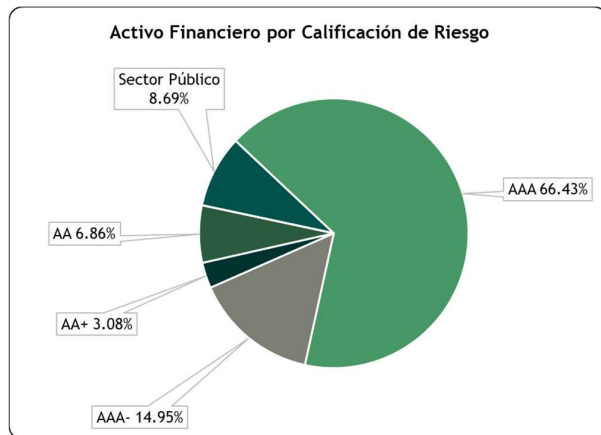
La Comisión revisa el análisis y las propuestas presentadas sobre cupos por emisor, emisión o sector, realizadas por el Administrador de Portafolio o el *trader*, en el marco de la estrategia del portafolio y las políticas vigentes. El Comité toma una decisión con base en el voto favorable de al menos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

Calificación de Crédito del Fondo

Excelente calidad promedio del activo financiero

El activo financiero del fondo se encuentra conformado por depósitos a la vista e inversiones con altas calificaciones públicas de riesgo de crédito, las cuales se alinean a las políticas establecidas en su reglamento interno.

Gráfico 5



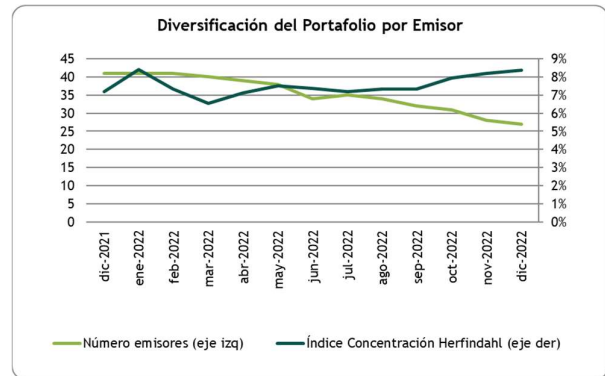
Incluye la percepción de la calificadora respecto al riesgo de corto plazo de depósitos de corto plazo de instituciones financieras calificadas por BankWatch Ratings. Fuente: Fiducia S.A. Elaboración: BankWatch Ratings

Dentro del activo financiero priman aquellos con una calificación de riesgo en escala nacional de AAA, los cuales, en conjunto con las inversiones en el sector público nacional suman 75.11%. Un 14.95% adicional se encuentra en la escala AAA-, un 9.94% en las escalas AA y no hay participaciones materiales en títulos con menor calificación. Existe una disminución de la proporción de activos ubicados en la calificación más alta por menores inversiones en Bancos nacionales y un incremento en emisores corporativos.

Adecuada diversificación por sector y emisores

El portafolio de inversiones del fondo contiene títulos de 27 emisores locales. El número de emisores es inferior al de junio 2022 (34). A la fecha de corte, 16 corresponden a emisores del sector real, 7 son titularizaciones, 3 son instituciones financieras y 1 emisor es del sector público (Ministerio de Finanzas).

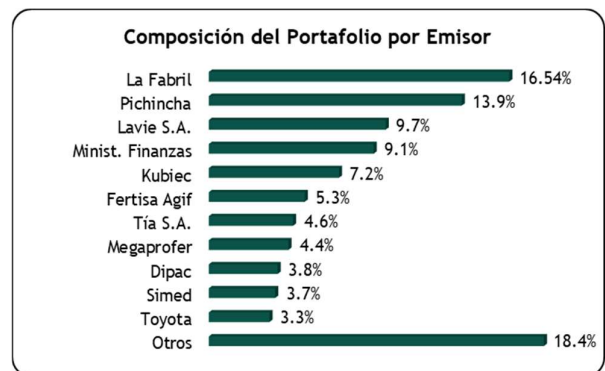
Gráfico 6



Fuente: Fiducia S.A. Elaboración: BankWatch Ratings

A dic-2022, el índice Herfindahl, que mide la concentración por emisor, se ubica en 8.37% y es mayor al indicador de dic-2021 (7.21%). El incremento de concentración se debe principalmente a una considerable disminución en el portafolio de emisores del sector financiero. Esta disminución de emisores es notable a partir de jul-2021 donde el indicador llegaba a 7.20%, lo cual muestra una menor diversificación a la fecha de corte. El mayor emisor a la fecha de corte es La Fabril, que tiene una participación del 16.54% del portafolio. El fondo cumple con las políticas de concentración vigentes.

Gráfico 6

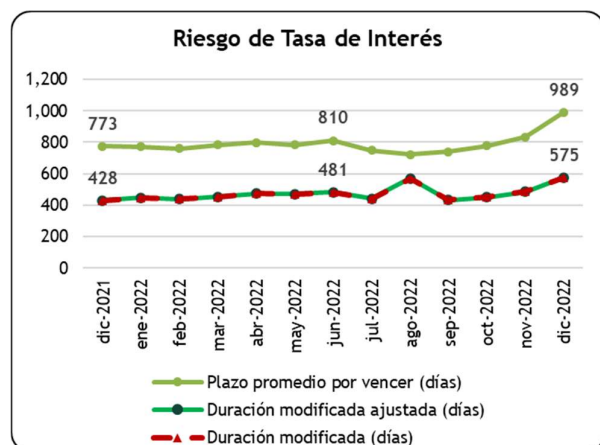


Fuente: Fiducia S.A. Elaboración: BankWatch Ratings

Calificación de Volatilidad del Fondo

Riesgo de tasa de interés bajo

Gráfico 7



Fuente: Fiducia S.A.
Elaboración: BankWatch Ratings

Se evidencia que de dic-2021 hasta la fecha, el plazo promedio ponderado (WAM) de los activos financieros del fondo decrece hasta llegar a 989 días y contrasta con el plazo mínimo de permanencia del fondo de 90 días.

El riesgo potencial de movimientos de la tasa de interés se analiza bajo un enfoque de preservación del capital, dentro de un horizonte de tiempo de 90 días, correspondiente a la política de permanencia mínima. El riesgo potencial se estima multiplicando la sensibilidad al riesgo de tasa por una volatilidad supuesta de las tasas de mercado en el horizonte de tiempo correspondiente.

La duración modificada, indicador de sensibilidad del portafolio a movimientos de la tasa de interés, registra a la fecha de corte 575 días, lo que implica que por cada movimiento de $\pm 1\%$ en las tasas de interés vigentes, el valor del portafolio variaría aproximadamente en $\pm 1.60\%$. Al igual que en el plazo promedio ponderado, la duración modificada incrementa en el semestre de análisis en 94 días, lo cual refleja un aumento de la sensibilidad en 0.26pp a movimientos de tasa de interés. Esto es resultado de un incremento de sus inversiones mayores a 12 meses por lo que la proporción del activo ubicada a largo plazo está teniendo un efecto predominante en cuanto a duración y sensibilidad de variaciones de tasa.

La duración modificada ajustada es un indicador que combina la sensibilidad al movimiento de las tasas de interés de mercado con un estrés adicional por el riesgo de movimientos en el spread de crédito. Debido a la alta calidad del portafolio, dicho ajuste no genera incremento en el indicador frente al

primero analizado.

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 60 días, sin afectar la preservación del capital dentro del plazo mínimo de permanencia. Por este motivo, se concluye que la sensibilidad del fondo al riesgo de tasa de interés es baja, pero incrementa a comparación de jun-2022 donde se necesitaban menos días para recibir el impacto (49 días).

DETALLE	Riesgo tasas de mercado	Riesgo spread
Periodo evaluado en escenario de estrés (días)	90	90
Rentabilidad diaria promedio 12 meses (R)	0.013511%	0.013511%
Duración modificada (días) *	575	575
Duración modificada (años)	1.60	1.60
volat asumida durante permanencia mínima (V)	0.50%	0.50%
Riesgo esperado (V x DM)	0.80%	0.80%
días comprometidos rentabilidad	59.10	59.10
días comprometidos / permanencia mínima	65.67%	65.67%

* Para el análisis de riesgo spread se usa como parámetro de sensibilidad a la duración modificada ajustada

A dic-2022, una volatilidad de 0.50% de la tasa de interés afectaría en un 65.67% la rentabilidad otorgada dentro del plazo evaluado (90 días).

Fondo no apalancado financieramente

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

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

Liquidez a un mes adecuada para la volatilidad histórica de los rescates mensuales

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

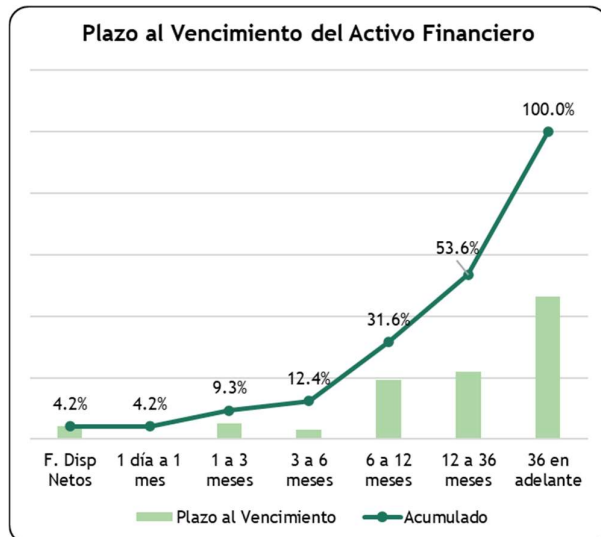
La administración mantiene una continua supervisión de los riesgos de liquidez del fondo. Para medirlos, se realizan análisis de brechas de liquidez bajo escenarios definidos de retiro de sus partícipes, e indicadores de liquidez de corto plazo a 30 y 180 días, que reflejan el porcentaje de

cobertura que tendría el fondo para cubrir retiros de sus partícipes. Por último, se calcula el nivel de cobertura de retiros de los 25 mayores partícipes considerando títulos líquidos y otros de mayor plazo pero que la fiduciaria estima que pudieran liquidarse en caso de requerirlo.

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

La estructura actual de plazos del portafolio muestra una concentración en plazos superiores a 12 meses (68.41%), influenciado por la inversión en títulos del sector público y del sector real a mayores plazos para beneficiar de un mejor rendimiento al fondo.

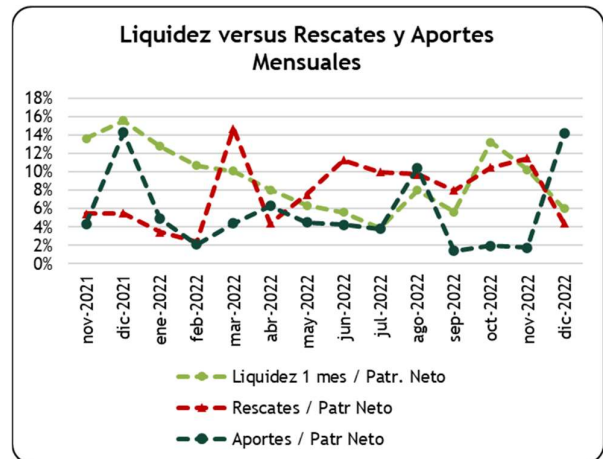
Gráfico 8



Fuente: Fiducia S.A.
Elaboración: BankWatch Ratings

Durante el último año los rescates del fondo han variado entre 4.4% y 11.4%, el mayor nivel de rescates registrado se dio durante noviembre 2022 donde los mayores participantes los realizaron. Sin embargo, al siguiente mes se registran aportes que compensan la salida de fondos por parte de otros de los mayores participantes. Como se aprecia en el gráfico siguiente, la liquidez a un mes cubre en la mayoría de los períodos el monto de los rescates mensuales, y adicionalmente el ingreso de nuevos aportes permitió cubrir parte de dichos requerimientos, lo cual reduce la necesidad de vender valores en el mercado.

Gráfico 9

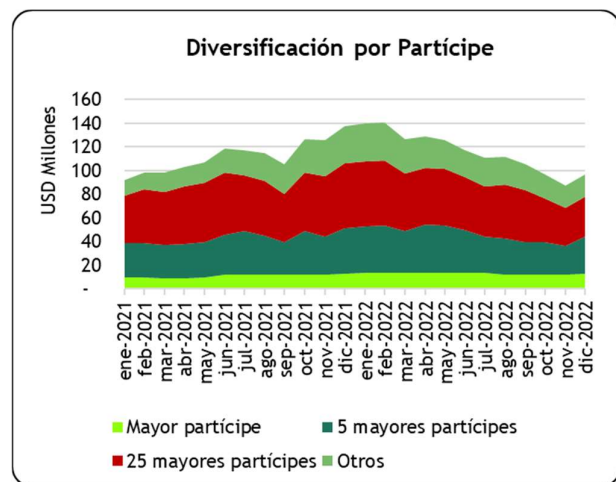


Fuente: Fiducia S.A. Elaboración: BankWatch Ratings

Por otro lado, la liquidez a 3 meses es de 16.4%, nivel que se considera más holgado a comparación de jun-2022, ya que lo supera en casi 4P.P.

Concentración elevada por partícipe

Gráfico 10



Fuente: Fiducia S.A.
Elaboración: BankWatch Ratings

Debido al incremento de aportes de los principales partícipes del fondo, los niveles de concentración muestran una tendencia ligera a crecer. A la fecha de corte la concentración en los 25 mayores partícipes es de 80.4% (77.2% a diciembre-2021). Estos pertenecen en su mayoría a empresas del sector asegurador. A la fecha de corte, el mayor partícipe concentra el 13.5% del patrimonio del fondo.

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

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la cual fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleva a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. La naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento y por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. ©© BankWatch Ratings 2023.