

Ecuador  
Segundo Seguimiento

## Fondo de Inversión Administrado Mi Retiro

### Calificación

Mar-2021	Sep-2021	Mar-2022
AAA / V2	AAA / V2	AAA / V2

### Definición de Calificación:

“AAA”: La mayor calidad promedio de los activos del portafolio.

“V2”: Riesgo de mercado bajo

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

Estadísticas del fondo	
Total Activos (USD)	575,863
Total Patrimonio (USD)	567,300
No. Partícipes	649
Duración modificada prom. (días)	627
Plazo promedio ponderado (años)	3.7
% Inversiones en otras monedas	0%
Volatilidad Promedio $\sigma$ (**)	0.06%
Rentabilidad Promedio (**)	6.9%
Coef. Variación* ( $\sigma$ /Rent. prom.)	0

\* Promedio de últimos 11 meses

\*\* Calculado con rendimientos mensuales netos anualizados de últimos 11 meses

### Administradora del Fondo:

FIDUCIA S.A.  
ADMINISTRADORA DE  
FONDOS Y FIDEICOMISOS  
MERCANTILES

### Contactos:

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

Sara Flores  
(5932) 226 9767  
sflores@bwratings.com

### Fundamento de la Calificación

**Calificación dinámica.** La calificación puede variar de forma rápida en función de los cambios en las políticas del Fondo y la composición del portafolio. El presente informe se basa en la situación del Fondo de Inversión Administrado *Mi Retiro* al 31 de enero de 2022, así como en sus características y políticas de inversión establecidas.

**Excelente calidad crediticia del activo financiero.** El 72.2% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación de riesgo local AAA y el 15.6% en el sector público. La administración del Fondo ha definido como estrategia mantener predominantemente valores calificados como AAA dentro de su portafolio de inversiones, por lo cual esperamos que esta estructura se mantenga a futuro. Al ser un fondo de reciente creación y tamaño reducido, el portafolio se encuentra concentrado en ocho emisores con alta calificación de riesgo.

**Riesgo de mercado bajo.** La Calificación de Volatilidad recoge nuestro criterio respecto a la exposición del Fondo a factores de riesgo que pueden generar volatilidad en su rentabilidad. Los principales factores analizados son la sensibilidad a la tasa de interés del activo financiero, el riesgo de *spread* crediticio y la liquidez que mantiene frente a la volatilidad histórica de los rescates y a la concentración de sus partícipes. Al ser un fondo de reciente creación, la calificación considera también la naturaleza de largo plazo del Fondo y las políticas establecidas para su administración.

**Riesgo bajo de tasa de interés.** La duración modificada del portafolio es coherente con la naturaleza de largo plazo del Fondo. La rentabilidad esperada, en función del portafolio actual y sus políticas de inversión, mitiga el riesgo de fluctuaciones en la tasa de interés dentro del plazo mínimo de permanencia, por lo que el riesgo de que variaciones en los precios de mercado afecten la preservación de capital del partícipe se considera bajo.

**Bajo riesgo de liquidez.** Dado el perfil de largo plazo del fondo con permanencia mínima de cinco años, los aportes mensuales programados y las penalidades por rescate anticipado, se prevé que la necesidad de liquidez del Fondo será baja.

A la fecha de corte, el partícipe mayoritario del Fondo es Fiducia S.A, su administradora, quien debe cumplir las mismas condiciones de aportes mensuales y permanencia que los demás partícipes. Se espera que conforme el Fondo crezca se alcance una mayor diversificación por partícipe debido a su enfoque en personas naturales.

**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 variar en función de la evolución de su portafolio conforme el Fondo crezca y se consolide.

## 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 calificadoradora 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 calificadoradora 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.

## Perfil

### Fondo de largo plazo enfocado en el ahorro programado

Mi Retiro es un fondo administrado constituido en Ecuador, dirigido a personas naturales con objetivos de inversión de largo plazo, asociadas a su retiro y a la seguridad de su familia.

El Fondo se comercializa con planes de seguro de vida y asistencia exequial a costo del cliente que varían de acuerdo con el compromiso de aporte mensual. No obstante, el cobro de la prima se realiza previo al ingreso del aporte al fondo y su manejo es independiente de este, por lo cual no forma parte del alcance del presente análisis.

Sus principales características se resumen a continuación:

Características Principales	
Tipo de Inversiones	Renta fija
Monto inicial de inversión	USD 25.00 por canales digitales de la administradora; USD 1.00 por otros canales
Monto inicial de incremento	USD 25.00 por canales digitales de la administradora; USD 1.00 por otros canales
Plazo mínimo de permanencia aporte inicial	5 años
Días de preaviso	3 días hábiles
Día para rescates*	los días 15 de cada mes
Orientación	Personas naturales
Custodios	Decevale, DCV-BCE

\* Si coincide con un día no hábil, la entrega del dinero al partícipe se realizará el día hábil inmediatamente posterior.

Los canales digitales se refieren al portal electrónico y al aplicativo que ha desarrollado Fiducia S.A., así como a cualquier otro acceso electrónico, digital, web o móvil que esta implemente en el futuro para que sus clientes puedan acceder a consultar o transaccionar en sus productos o servicios.

La permanencia mínima es de cinco años contados a partir de la fecha de apertura de la cuenta del partícipe en el fondo. Si un partícipe deseara realizar rescates anticipados antes de que se cumpla este tiempo, aplicará una penalidad para el partícipe equivalente al valor de su aporte recurrente inicial, más el 2% sobre el monto a rescatar.

Se excepcionan de esta penalidad los siguientes casos debidamente justificados: (i) muerte del partícipe, de su cónyuge o de cualquiera de sus hijos menores de edad; o, (ii) que el partícipe, su cónyuge o cualquiera de sus hijos menores de edad se encuentren sufriendo una enfermedad catastrófica definida como tal en la Ley Orgánica de Salud o cualquier otro cuerpo legal que reemplace dicha ley.

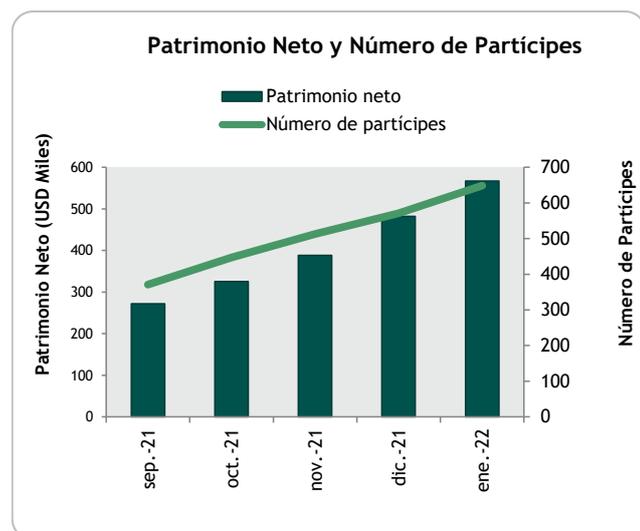
El partícipe debe comprometerse a realizar aportes mensuales recurrentes por el valor que él establezca en el momento de su incorporación al fondo. Dichos aportes no podrán ser eliminados o suspendidos durante todo el período de permanencia mínima, pero los partícipes sí podrán efectuar aportes extraordinarios cuando así lo consideren necesario.

El Fondo establece una penalidad equivalente al valor de su aporte recurrente inicial en caso de que un partícipe no realizare al menos ocho aportes recurrentes mensuales de forma anual, durante todo el proceso de permanencia mínima.

El Fondo fue inscrito en el Catastro Público del Mercado de Valores el 24 de febrero de 2021 y desde el 11 de marzo empezó a captar inversiones de terceros distintos a la fiduciaria. El patrimonio neto del fondo muestra estabilidad y una tendencia creciente. A la fecha de corte mantiene 649 partícipes y un patrimonio neto de USD 567.3M, del cual el 15.8% corresponde a la inversión de Fiducia S.A., que debe cumplir con las mismas condiciones de permanencia y aportes mensuales que los demás partícipes.

El patrimonio ha mostrado un crecimiento constante desde marzo-2021, a la fecha de corte se encuentra compuesto por el aporte de 649 partícipes. La administración ha fijado como objetivo de rendimiento anual la tasa pasiva referencial (TPR) más 2%; a la fecha de corte el rendimiento anualizado se encuentra en 6.93%.

Gráfico 1



Fuente: Fiducia S.A.  
Elaboración: BankWatch Ratings

### Principales políticas de administración

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

Principales políticas de inversión	
Calificación mínima de los títulos	AA-
Participación mínima títulos AAA- y AAA	70%
Saldo mínimo recursos líquidos	VAR diario al 99% confianza
Participación valores renta fija	100%
Límite de concentración por partícipe	10%
Concentración máxima en un emisor del sector real	10%
Duración máxima del portafolio	4 años

El reglamento interno del Fondo permite invertir en los valores y activos permitidos 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 calificadora de riesgos debidamente autorizada, 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.

Por otro lado, deben cumplirse las políticas acordadas por el Comité de Inversiones de la Administradora, las cuales establecen que al menos el 70% de las inversiones deberán tener una calificación de AAA- o superior. Adicionalmente, la administración del Fondo ha expresado una firme intención de mantener predominantemente valores calificados con AAA dentro de su portafolio de inversiones, lo cual se refleja en su composición actual.

En relación con los recursos líquidos que mantendrá el Fondo, se ha establecido como política mantener a la vista al menos el equivalente a la liquidez diaria esperada con un 99% de confianza bajo la metodología de valor en riesgo. Al ser un fondo de reciente creación y por su plazo de permanencia mínima, compromiso de aportes mensuales y demás características, se espera que los requerimientos de liquidez en los primeros años del fondo sean muy bajos.

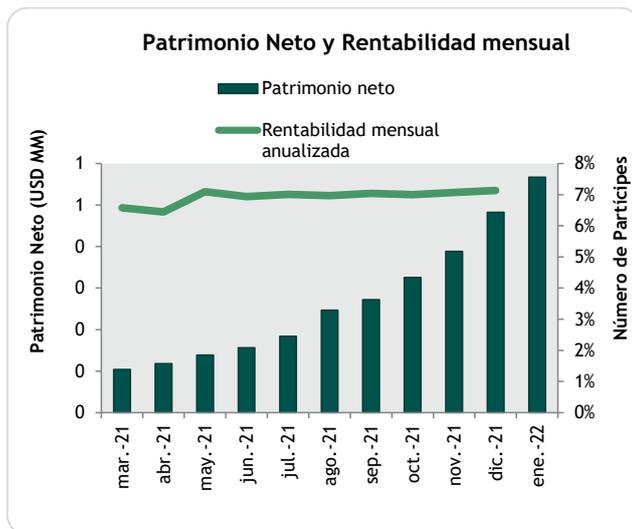
Adicionalmente, el Fondo cuenta con una política de concentración por emisor que establece un cupo máximo de 10% para emisiones realizadas en el sector real.

Por último, en cuanto a la diversificación por partícipe, a la fecha de corte todos ellos, salvo la Fiduciaria, mantienen participaciones reducidas. Es importante notar que, si bien Fiducia posee la mayor participación, esta ha reducido su concentración notablemente con una participación menor al 16%, frente al 58.1% del seguimiento anterior.

## Desempeño del Fondo

El valor de la unidad del fondo no ha presentado variaciones negativas desde su fecha de constitución, como se aprecia en el gráfico 2. La rentabilidad anualizada de fondo desde su constitución se ubica en 6.75%, con una volatilidad promedio anual de 0.05% y el valor de la unidad a la fecha de corte es de 1.06.

Gráfico 2



Fuente: Fiducia S.A.  
Elaboración: BankWatch Ratings

## Composición del activo financiero

A enero-2022 el activo financiero (fondos disponibles e inversiones) del fondo se encuentra compuesto por un 79.7% de títulos del sector real con un saldo de USD 458.6M, repartidos principalmente en obligaciones corporativas de corto y largo plazo de 5 emisores (71.1%) y una titularización de cartera (8.6%). Por otro lado, la exposición en el sistema financiero se da principalmente en depósitos a plazo (1.8%) y fondos disponibles (5.9%).

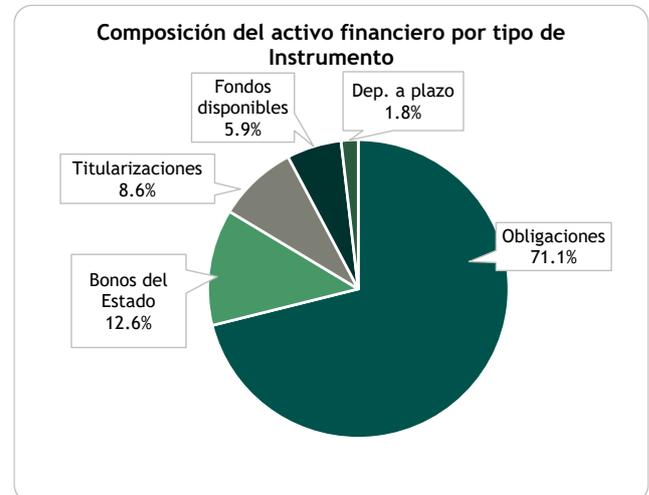
El saldo restante corresponde a inversiones en bonos del Estado por USD 72.6M (12.6% del activo financiero). En conjunto, el 93.7% de los títulos que componen el activo financiero poseen vencimientos mayores a 12 meses.

Todas las inversiones son de renta fija y no existen posiciones en monedas distintas al dólar, por lo que el fondo no está expuesto a riesgo de tipo de cambio.

El portafolio tiene un plazo por vencer promedio ponderado de 3.7 años. Adicionalmente, mantiene

fondos disponibles por USD 33,882.8 valor que representa el 6.0% del patrimonio neto.

Gráfico 3



Fuente: Fiducia S.A.  
Elaboración: BankWatch Ratings

## Entorno Macroeconómico

La pandemia del COVID-19 ha afectado la economía global, debido al cierre de negocios y las restricciones para circular. El Banco Mundial calcula que en 2020 el PIB de todo el planeta se contrajo en 3.4%, mientras que el de América Latina y el Caribe lo hizo en 6.4%<sup>1</sup>.

El primer año de pandemia fue 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.

Así mismo, el Banco Mundial estima que en 2021 la economía del mundo habría crecido en 5.5% (0.1% más de lo proyectado a octubre de 2021), gracias principalmente a la rápida recuperación registrada por Estados Unidos y China<sup>2</sup>. Por otro lado, para América Latina el indicador es un poco más alentador, sujeto a la disminución en muertes por

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

<sup>2</sup> EE. UU. y China impulsarán crecimiento en 2021, afirma Banco Mundial - <https://www.dw.com/es/eeuu-y-china-impulsar%C3%A1-crecimiento-en-2021-afirma-banco-mundial/a-57819703>

COVID y el incremento de la vacunación a sus poblaciones, con un crecimiento de 6.7%.

Se teme sin embargo que, para 2022 y 2023 los indicadores de crecimiento caigan bajo el 3% para la región latinoamericana, similares a los niveles de 2010, trayendo consigo preocupaciones por el desarrollo y la igualdad, ya que estos reflejan las grandes brechas en distribución del ingreso todavía muy marcadas. La reactivación económica trajo consigo el aumento en los precios mundiales del petróleo y materias primas, ocasionado por mayor demanda, fenómenos naturales y sobrecostos por medidas de bioseguridad y transporte de productos. Sin embargo, el incremento en los precios es considerado momentáneo<sup>3</sup>. La ralentización del crecimiento latinoamericano se da por la disminución en el crecimiento proyectado para México, Chile, Colombia y Perú; así como la desaceleración de Argentina en 2022 y 2023 así como Brasil en 2021. Factores influyentes en los ajustes en el crecimiento estimado son según el Banco Mundial: la falta de recuperación del mercado laboral a sus niveles prepandemia; disminución de la demanda global a causa de un lento crecimiento de las economías desarrolladas; reducción de ayuda para la región por el alza de precios de *commodities* y, políticas fiscales y monetarias estrictas<sup>4</sup> y el conflicto entre Rusia y Ucrania.

Por su parte, el FMI ha actualizado sus perspectivas de crecimiento en enero-2022, con un ajuste a la baja el crecimiento esperado del PIB mundial de 4.4% (0.5pp menos que las últimas proyecciones) y mayores niveles de inflación<sup>5</sup>; por otro lado, el crecimiento estimado para América Latina y el Caribe se posiciona en 2.4%. Las nuevas cifras pronosticadas reflejan los efectos de la nueva variante Ómicron y su alto nivel de contagio; problemas en la cadena de suministro que ocasionan mayores niveles de precios; dificultades internas que enfrentan las grandes economías que se esparcen a mercados internacionales y, así como los altos niveles de endeudamiento y necesidades de financiamiento de las economías emergentes.

El riesgo país, en marzo de 2020 cerró en 6,063 puntos base, el nivel más alto en los últimos diez

años, y una calificación de “Restricted Default” otorgada por FITCH Ratings. Luego de conocerse los resultados de los comicios presidenciales y de la aprobación de la ley para la protección de la dolarización, el indicador bajó más de trescientos puntos, desde entonces ha fluctuado alrededor de 847 puntos hasta el 31 de octubre. Al momento la calificación de Fitch para el Ecuador es de B-.

El Banco Central del Ecuador (BCE) informó una recuperación del PIB constante de 4.24% en 2021, luego de la contracción de 2020 (-7.79%) a causa de la crisis económica de la pandemia del COVID-19<sup>6</sup>. El BCE estima que el PIB del país crecerá en 2.8%<sup>7</sup> en 2022, gracias a la reactivación económica impulsada por mayores niveles de inversión y un consumo de los hogares creciente<sup>8</sup>. Las proyecciones del BCE ajustadas a marzo-2022 están alineadas con el 2.6% ajustado por el CEPAL en enero-2022 y cercanas a las del Banco Mundial y las Naciones Unidas del 3.1%<sup>9</sup>.

En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas para los años 2019-2021, tomado de las cuentas trimestrales del BCE.

Indicador	2019	2020	2021
Producto Interno Bruto (PIB)	0.01%	-7.79%	4.24%
Exportaciones	3.65%	-5.40%	-0.13%
Importaciones	0.32%	-13.84%	13.25%
Consumo final Hogares	0.29%	-8.20%	10.22%
Consumo final Gobierno	-1.99%	-5.07%	-1.69%
Formación Bruta de Capital Fijo	-3.30%	-19.03%	4.33%

Luego del desplome de 2020, el comportamiento positivo esperado en 2021 representa una recuperación para la gran mayoría de sectores económicos con excepción de construcción; servicio doméstico; enseñanza, servicios sociales y de salud, y administración pública.

<sup>3</sup> Ocho razones para la subida de precios de las materias primas - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ocho-razones-para-la-subida-de-precios-de-las-materias-primas/>

<sup>4</sup> Perspectivas económicas mundiales - <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/36519/9781464817601.pdf>

<sup>5</sup> FMI: una recuperación mundial trastocada - <https://www.imf.org/es/News/Articles/2022/01/25/blog-a-disrupted-global-recovery>

<sup>6</sup> BCE - CTASTRIM 118

<sup>7</sup> Boletines de prensa del BCE - <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1482-la-economia-ecuatoriana-crecio-4-2-en-2021-superando-las-previsiones-de-crecimiento-mas-recientes>

<sup>8</sup> El Banco Central destaca que sus proyecciones de crecimiento se encuentran ajustadas por el impacto previsto de la guerra entre Rusia y Ucrania en las exportaciones, las reformas económicas y decretos aprobados. Las proyecciones se actualizarán en el tercer trimestre de 2022.

<sup>9</sup> Primicias - “Proyecciones de crecimiento para Ecuador en 2022 se mantienen o mejoran” <https://www.primicias.ec/noticias/economia/proyecciones-crecimiento-ecuador-mantienen-mejora/>

La mayor parte de los sectores económicos sufrió contracciones por la pandemia. Se espera que el transporte y comercio, con un crecimiento cercano a 13.1% y 11.1% respectivamente, muestren los mejores comportamientos de las actividades económicas no petroleras, según las cifras del BCE. A continuación, una tabla con el comportamiento de las industrias ecuatorianas en 2021:

Industrias	part. %	crec. %
Manufactura (excepto refinación de petróleo)	11.84%	3.09%
Comercio	10.83%	11.05%
Actividades de servicios financieros	3.66%	9.99%
Petróleo, minas y refinación de petróleo	9.52%	2.41%
Agricultura	7.95%	0.39%
Construcción	6.38%	-6.63%
Transporte	7.38%	13.10%
Demás actividades*	39.37%	2.96%

\*para el crecimiento de las demás actividades se consideró un promedio ponderado de estas

Los resultados electorales favorables a la inversión privada, a la lucha contra la corrupción y a una gestión eficiente de recursos ha fomentado en el entorno operativo del Ecuador un ambiente de mayor confianza, que sería el factor preponderante en la expectativa de recuperación del país.

En el segundo trimestre la economía muestra una ligera recuperación dado el avance del proceso de vacunación, las perspectivas positivas de la normalización de las actividades económicas, del entorno nacional, y de las relaciones con los organismos internacionales.

Se espera que la ley orgánica reformativa del Código Orgánico Monetario y Financiero para la defensa de la dolarización fortalezca el sistema monetario y financiero del país. Entre otras cosas, prohíbe que el BCE, financie directa o indirectamente al gobierno central, al ministerio de finanzas, a los gobiernos autónomos descentralizados o las necesidades de instituciones del sector público o de propiedad pública a través de compra de papeles con los recursos que deberían cubrir los dineros de los depositantes del sistema financiero. Según el Ministro de Finanzas de ese entonces, Mauricio Pozo (El Comercio, 24 abril de 2021), los dineros de los depositantes de la banca privada, cooperativas y mutualistas, que son administrados por el BCE, deberán estar cubiertos en un 100% hasta el 2026. El resto de los depósitos (de los gobiernos locales, de la

seguridad social y otros) alcanzarán cobertura total en 2035.

Por otro lado, el precio del petróleo ha subido, especialmente impulsado por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania, que puede ser beneficiosos para el país por las restricciones de compra a nivel mundial a Rusia; sin embargo, su precio podría fluctuar hacia abajo en el futuro por conversaciones entre estos países y los recientes confinamientos en China. Según la reforma presupuestaria, impulsado por el lanzamiento de la licitación de la *Ronda Intracampos II* y del *campo Sacha* se espera incrementar la producción de petróleo en 2022 a un monto diario de barriles que sobrepasa los 490 mil. De igual manera, el Gobierno apuesta a un incremento de las exportaciones mineras para 2022 del 40% a través de proyectos de empresas ecuatoriano-chinas y canadienses, así como nuevas inversiones en proyectos en Bolívar y Azuay<sup>10</sup>.

El crecimiento del Ecuador depende de inversión privada, política de austeridad en el sector público y de la ayuda de los multilaterales. Al momento y frente a otros países de la región el país ofrece un buen escenario para la inversión considerando la tendencia política de los líderes de los otros países.

En agosto de 2021 el FMI entregó USD 1,000 millones a Ecuador por la liberación de Derechos Especiales de giro, como parte de su objetivo global de proporcionar liquidez al sistema económico mundial. Adicionalmente, en septiembre 2021 se anunció un acuerdo técnico con el Fondo Monetario Internacional, que le permitirá conseguir hasta el 2022 USD 1,500 millones de parte del FMI y USD 4,500 de otros multilaterales<sup>11</sup>.

En 2022 se espera recibir un desembolso por USD 1,700 millones como parte del acuerdo con el FMI. A inicios de marzo-2022, e inició la cuarta revisión del programa que mantiene el país. El gobierno asegura que el crédito con el FMI ha sido de ayuda para poder acceder a financiamiento externo con otros organismos multilaterales en condiciones beneficiosas para el país. Los recursos obtenidos por estos medios están destinados a programas de protección social y a la reactivación económica del país<sup>12</sup>.

Los temas mencionados han propiciado un clima de mayor confianza en el Ecuador tanto en los mercados

<sup>10</sup> Primicias – “Acelerar el plan petrolero es el desafío de Ecuador”  
<https://www.primicias.ec/noticias/economia/acelerar-plan-petrolero-desafio-ecuador/>

<sup>11</sup> Ecuador acuerda un crédito de 6.000 millones de dólares con el FMI -  
<https://www.dw.com/es/ecuador-acuerda-un-cr%C3%A9dito-de-6000-millones-de-d%C3%B3lares-con-el-fmi/a-59127592>

<sup>12</sup> El Comercio – “FMI revisará plan económico para nuevos desembolsos a Ecuador”  
<https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/fmi-plan-economico-desembolsos-ecuador.html>

locales como internacionales que esperamos promuevan inversiones y por tanto empleo y financiamiento menos costoso. Se mantienen los esfuerzos por parte del gobierno en mantener una agenda comercial diversa y activa, con las negociaciones con México y el ingreso de país a la Alianza del Pacífico, importante socio comercial.

En el mes de diciembre 2021 el presidente Guillermo Lasso anunció el incremento de USD 25 al salario básico unificado (SBU) del 2022 y emitió el Decreto 286 donde dispuso al Ministerio de Trabajo poner en consideración del Consejo Nacional de Trabajo y Salarios este incremento en el SBU, dando cumplimiento a su promesa de campaña de incrementar el SBU a USD 500 progresivamente durante su mandato.<sup>13</sup>

Si bien esta decisión profundizará la falta de competencia de los productos ecuatorianos en los mercados internacionales, podría incentivar la demanda local y sobre todo estabilizar la situación social y política.

Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al coronavirus persiste. Los retos que el Gobierno podría enfrentar a futuro responden a que se produzcan disturbios sociales por el descontento de algunos sectores de la población.

El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, para buscar acciones consensuadas de políticas planificadas.

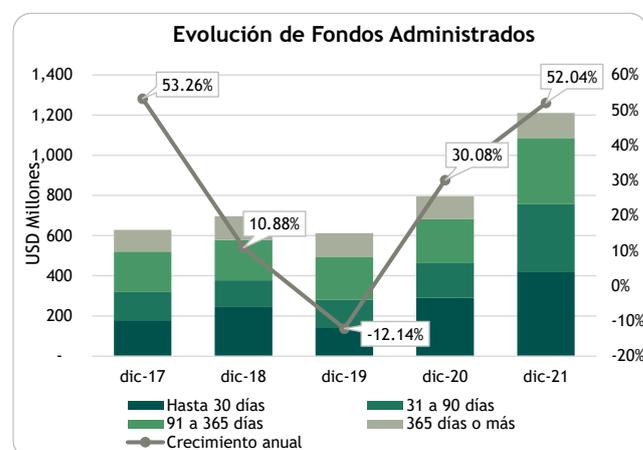
## Mercado de Fondos de Inversión Administrados

De acuerdo con información publicada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, a diciembre 2021 existen 36 fondos administrados de inversión vigentes y 2 fondos colectivos, gestionados por 10 Administradoras de Fondos y Fideicomisos.

En 2020, la SCVS autorizó la constitución de dos nuevas Administradoras de Fondos, Vanguardfondos que administra tres fondos, 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 Genesis. Hasta diciembre-2021 se han aprobado ocho fondos administrados adicionales, de las Administradoras Fiducia, Fideval, Anefi, Atlántida Fidutlan y Plusfondos.

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

Gráfico 4



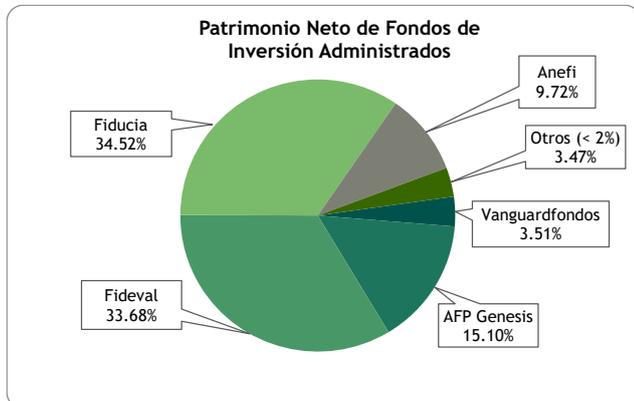
Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

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. No obstante, a partir de mayo 2020, el patrimonio administrado por los fondos de inversión ha presentado un crecimiento mensual sostenido y en septiembre logro 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. A diciembre-2021 el patrimonio

<sup>13</sup> Primicias – “Salario básico sube a USD 425 y favorece al 5,45% de los trabajadores” <https://www.primicias.ec/noticias/economia/salario-basico-subecuador-trabajadores-costo/>

administrado alcanza USD 1,210 millones, con un crecimiento interanual de 52.04%.

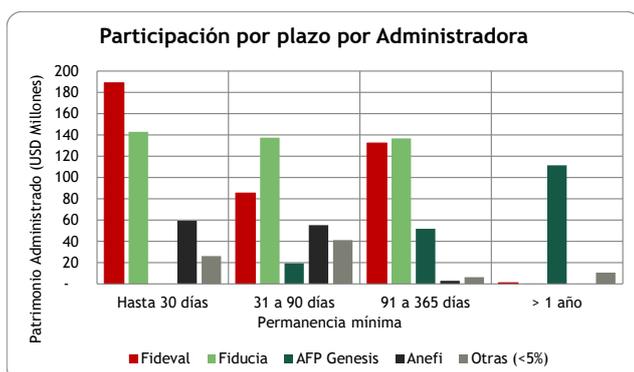
Gráfico 5



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

El 83.3% del mercado es administrado por tres fiduciarias. Fiducia a la fecha de corte cuenta con el liderazgo en el mercado con una participación del 34.5%, seguido de Fideval con una participación de 33.7%, en tercer lugar, se encuentra AFP Genesis con el 15.1% y en cuarto lo está la empresa Anefi con un 9.7%. 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 6



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

Las negociaciones en el mercado de valores ecuatoriano registraron un crecimiento importante en 2019 y el mercado ha mostrado un importante dinamismo en 2021. No obstante, este continúa siendo poco profundo (13.4% del PIB), 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 7



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.

La Ley de Desarrollo Económico y Sostenibilidad Fiscal que entró en vigor el 1 de diciembre del presente año permite nuevamente la creación de grupos financieros, y extiende la actividad financiera al mercado de valores y al de seguros. Consideramos probable que la aplicación de esta ley genere a futuro el ingreso de nuevos competidores al mercado de administración de fondos de inversión, así como procesos de adquisición y fusión.

## Administración del Fondo

### Experiencia fiduciaria y de administración

El Fondo 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-2021, Fiducia administra seis fondos de inversión con un patrimonio neto agregado de USD 401.57MM, que representa el 34.52% 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 proyectados para ser alcanzados hasta el 2022. Estos 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. Durante el año 2020 y algunos meses del año 2021 el personal de FIDUCIA contó con la flexibilidad de realizar teletrabajo mediante protocolo VPN, el cual encripta la información para conseguir una conexión segura, todo esto ante la amenaza de las variantes del COVID-19, para continuar con la correcta operación de los fondos y negocios fiduciarios que administra y mantiene contacto con sus clientes de manera virtual.

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 las leyes vigentes 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

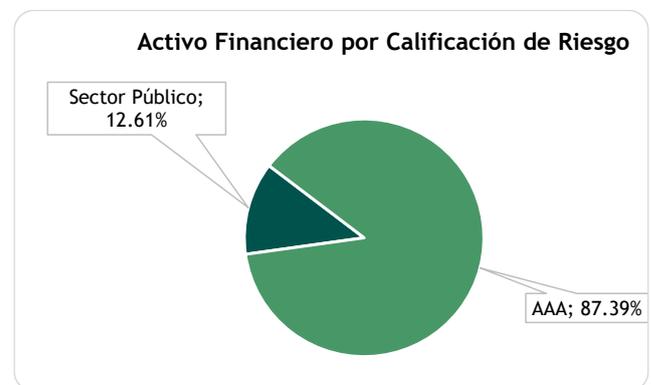
o el trader, en el marco de la estrategia del portafolio y las políticas vigentes. El Comité toma una decisión con base en el voto favorable de al menos 4 de sus miembros.

### Calificación de Crédito del Fondo

**Excelente calidad promedio del activo financiero**

El activo financiero del fondo se encuentra conformado por inversiones con altas calificaciones públicas de riesgo de crédito, en concordancia con su política y la estrategia de la administración.

Gráfico 8



Fuente: Fiducia S.A.  
Elaboración: BankWatch Ratings

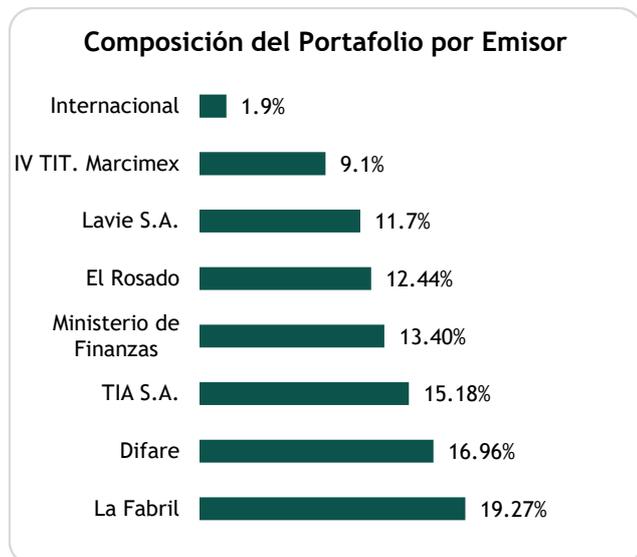
Los títulos con una calificación de riesgo en escala nacional de AAA junto con los fondos disponibles con riesgo de corto plazo equivalente a dicha calificación representan el 87.4% y el 12.6% corresponde a títulos del Estado.

En función de la distribución actual del portafolio y las políticas vigentes, se espera que la calificación de Crédito del Fondo Mi Retiro se mantenga estable.

### Portafolio concentrado por emisor

Debido a la reciente creación del Fondo y su tamaño, la posibilidad de diversificación es limitada. A la fecha de corte este mantiene inversiones en ocho emisores, de los cuales uno es del sector financiero y los seis pertenecen a distintos sectores de la economía. Por grupo económico, la mayor concentración se da en Difare (19.3%) y La Fabril (17.0%). Los tres mayores emisores concentran el 51.4% y, el 48.6% restante se encuentra repartido en 5 emisores.

Gráfico 9



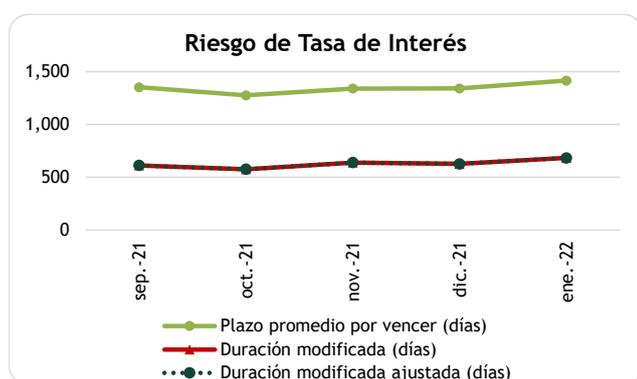
Fuente: Fiducia S.A.  
Elaboración: BankWatch Ratings

A enero-2022 el índice Herfindahl, que mide la concentración por emisor, se ubica en 14.5%, considerado como un nivel de concentración alto. Sin embargo, el riesgo se encuentra mitigado por la alta calidad crediticia de los emisores, medida por su calificación de riesgo pública. Se espera que conforme el Fondo crezca sea factible conseguir una mayor diversificación.

## Calificación de Volatilidad del Fondo

### Riesgo de tasa de interés bajo

Gráfico 10



Fuente: Fiducia S.A.  
Elaboración: BankWatch Ratings

El portafolio de inversiones se encuentra enfocado en el largo plazo, lo cual es consistente con la permanencia mínima establecida de cinco años.

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 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 624 días, lo que implica que por cada movimiento de  $\pm 1\%$  en las tasas de interés vigentes, el valor del portafolio variaría aproximadamente en  $\pm 1.9\%$ .

Por su parte, la duración modificada ajustada es un indicador que combina la sensibilidad al movimiento de las tasas de descuento 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 función de la permanencia mínima del Fondo se utiliza un escenario de variación de la tasa de interés de 2.25%. 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 224 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.

DETALLE	Riesgo tasas de mercado
Período evaluado en escenario de estrés (días)	1,825
Rentabilidad diaria promedio (R)	0.019059%
Duración modificada (días) *	683.22
Duración modificada (años)	1.90
volat asumida durante permanencia mínima (V)	2.25%
Riesgo esperado (V x DM)	4.27%
días comprometidos rentabilidad	224.20
<b>días comprometidos / permanencia mínima</b>	<b>12.28%</b>

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

A enero-2022, una volatilidad de 2.25% de la tasa de interés afectaría en un 12.28% la rentabilidad otorgada dentro del plazo evaluado (5 años).

### 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.

#### Bajo requerimiento de liquidez mensual esperado

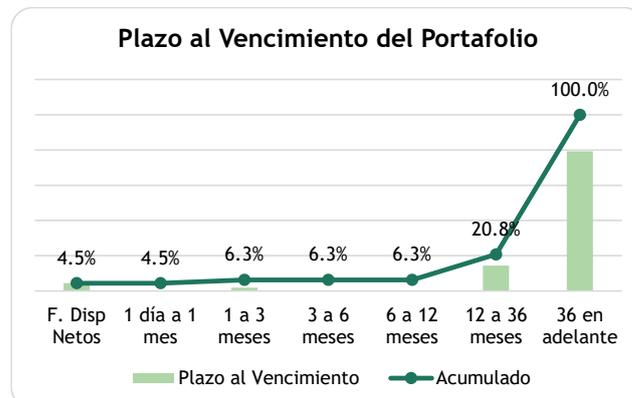
La calificadora estima el requerimiento de liquidez mensual del Fondo en condiciones normales, en función de dos parámetros: la volatilidad histórica de los rescates con un enfoque en los últimos 36 meses y un 95% de nivel de confianza, y la concentración de los partícipes. Por la reciente creación del fondo, se toma como referencia el mes con mayores rescates mensuales en relación al patrimonio neto de cada mes. En función de estos indicadores, se estima que el riesgo de volatilidad proveniente del riesgo de liquidez del fondo es adecuado.

Por ser un fondo nuevo existen muy pocas estadísticas del comportamiento de sus rescates. Entre marzo-2021 y enero-2022 los rescates mensuales se han mantenido por debajo de 0.77% del patrimonio neto inicial del mes. Considerando la permanencia mínima del Fondo, los aportes que recibirá mensualmente por los compromisos de sus partícipes, y la existencia de penalidades para rescates anticipados, se espera que las necesidades mensuales de liquidez del Fondo sean muy bajas.

Si bien la mayor parte del portafolio se encuentra invertido en plazos superiores a un año, su estructura responde al perfil del Fondo y al hecho de que los rescates pueden ser gestionados de mejor forma considerando que estos solamente pueden darse, una vez finalizada la permanencia mínima.

La estructura actual de plazos del portafolio muestra una concentración en plazos superiores a 12 meses (93.7%), influenciado por la inversión en títulos del sector real a mayores plazos para beneficiar de un mejor rendimiento al fondo. Esta estructura responde al perfil del fondo y al hecho de que los rescates pueden ser gestionados de mejor forma considerando que estos solamente pueden darse sin penalidad una vez finalizada la permanencia mínima.

Gráfico 11



Fuente: Fiducia S.A.

Elaboración: BankWatch Ratings

Por la permanencia mínima del Fondo se utiliza, como indicador de la posición de liquidez a mediano plazo, la suma de los flujos que generará el activo financiero del Fondo hasta un año. Los títulos que vencen dentro de este plazo representan el 6.3% del portafolio, al considerar los flujos intermedios que generarán los valores de mayor plazo, la liquidez llega a 36.1% del patrimonio neto, indicador que refleja un nivel adecuado de liquidez de mediano plazo.

Con respecto al riesgo de liquidez proveniente de la concentración de sus partícipes, este se considera igualmente bajo, ya que actualmente el mayor partícipe es la fiduciaria, que es la principal interesada en mantener la estabilidad de los recursos del Fondo y adicionalmente debe cumplir, igual que los demás partícipes, con el plazo de permanencia y los aportes recurrentes mensuales con los que se comprometió. La concentración del principal partícipe en los primeros 11 meses de creación del fondo ha reducido en 81pp.

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 2022.