

## PRIVAL BOND FUND Fondo de Inversión

Con Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2015		Fecha de Comité: 8 de abril de 2016
Instrumento de inversión perteneciente al sector financiero de Panamá		San Salvador, El Salvador
Comité Ordinario N° 14/2016		
<b>Luis Vega</b> / Analista titular	(503) 2266.9471	lvega@ratingspcr.com
<b>Wilfredo Galicia</b> / Analista soporte	(503) 2266.9471	wgalicia@ratingspcr.com

Aspecto o Instrumento Clasificado <sup>1</sup>	Clasificación	Perspectiva
Emisión a Largo Plazo	AAf	Estable

### Significado de la Clasificación

**Riesgo Fundamental Categoría AAf:** Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio, de las fortalezas y debilidades de la administración y la capacidad operativa son altos. En esta categoría se incluirán aquellos Fondos que se caractericen por invertir de manera consistente y mayoritariamente en valores, bienes y demás activos de alta calidad crediticia. El perfil de la cartera deberá caracterizarse por mantener valores bien diversificados y con prudente liquidez.

*Esta categorización puede ser complementada mediante los signos (+/-) para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo<sup>2</sup> dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo menos "-" indica un nivel mayor de riesgo.*

*"La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia de una entidad financiera y no son recomendaciones de compra y/o venta de instrumentos que esta emita".*

*"La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes".*

### Racionalidad

La decisión se fundamenta en la calidad y diversificación de sus activos resultado de las medidas de riesgo implementadas para el control del riesgo de mercado y de tasas de interés. El fondo mantiene un pago continuo de dividendos con una rentabilidad acorde a las políticas de inversión y que se refleja adicionalmente en el crecimiento de los partícipes y de los activos. El fondo de inversión es administrado con la amplia experiencia de Prival Securities, subsidiaria de Prival Bank Panamá.

### Perspectiva

Estable

<sup>1</sup> Metodología de clasificación de riesgo para fondos de inversión.

<sup>2</sup> Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TECNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador

## Resumen Ejecutivo

---

- 1. Diversificación de los emisores que conforman el portafolio.** En valor nominal, las 10 principales inversiones (de 50 emisores) de Prival Bond Fund representan el 52.5% del total; en donde Aeropuerto Internacional de Tocumen posee la mayor participación con un 8.7%. El 72.8% de las inversiones se encuentra en Bonos Corporativos, 21.1% en Préstamos y el restante 6.1% en Acciones Preferentes y otros. El 76.4% del portafolio está en Panamá y un 23.56% en Centroamérica y Estados Unidos. El 32.0% del valor nominal de las inversiones se encuentran calificadas con grado de inversión, un 10.3% sin grado de inversión y el 57.8% no cuenta con una calificación de riesgo. Los principales sectores económicos en los que se ha invertido son inmobiliario comercial (19.1%), Soberano (16.4%) y Sector Financiero (13.8%).
- 2. Crecimiento de los activos y rendimiento del Fondo de Inversión.** Al cierre de 2015, los activos del fondo fueron de US\$217.30 millones (+21.98% en comparación al año anterior) y que es producto por la mayor demanda de suscripciones. El rendimiento del portafolio fue de un 5.00% (superior en 2.11% a la tasa de referencia para los depósitos a plazo de 1 año del mercado panameño).
- 3. Control de riesgo tipo de cambio y liquidez.** Prival Bond Fund invierte exclusivamente en títulos valores de renta fija, en dólares de los Estados Unidos de América, con tasas de interés en su mayoría fijas. De acuerdo a su manual de políticas de inversión y riesgo del Fondo, establece los parámetros máximos de inversión por emisor y grupo económico, así como posee líneas de crédito por \$21 millones en caso de requerir comprar acciones del fondo, a pesar de ser un fondo cerrado.
- 4. Experiencia del administrador y cuerpo gerencial.** Prival Bond Fund es administrador por Prival Securities, una subsidiaria 100% del Prival Bank de Panamá. Su equipo administrativo cuenta con una amplia experiencia en el mercado de valores panameño, y en el desarrollo del sector bancario.

## Reseña Prival Bond Fund

---

Prival Bond Fund (PBF), es una sociedad anónima constituida bajo las leyes de la República de Panamá, en Junio de 2005, originalmente bajo el nombre de Mundial Global Diversified Fund, S.A. (MGDF). Prival Bond Fund está registrado ante la Superintendencia de Valores de Panamá (SMV), y cotiza en la Bolsa de Valores de Panamá.

En su inicio, MGDF fue autorizado a operar como sociedad de inversión abierta por SMV, el 16 de febrero de 2006, regulado por el Decreto de Ley N°1, del 8 de julio de 1999. El objetivo del Fondo era buscar lograr rentas fijas sostenibles con un nivel de retorno y liquidez mayor a los depósitos bancarios.

Para alcanzar el objetivo, el Fondo seguiría una estrategia de diversificación respecto de varios parámetros de inversión, principalmente riesgos crediticios de emisores, geografía, tasas de interés y plazos, con el fin de optimizar el retorno total del portafolio de inversiones respecto a los mercados.

El cambio de nombre del fondo se da tras la adquisición de *Mundial Asset Management* por *Prival Securities*, como se registra en la resolución N°158-12 del 11 de mayo de 2012, de SMV. Al mismo tiempo, se modificaron las características generales del Fondo de inversión, como se detalla en el siguiente cuadro:

Cuadro 1: Modificaciones en los términos y condiciones de Prival Bond Fund		
Términos	Originales	Modificaciones
Nombre de la Familia de Fondos	Mundial Investments Funds	Prival Investments Funds
Nombre de la sociedad de inversión	Mundial Global Diversified Fund	Prival Bond Fund
Capital Autorizado	US\$625,000.00	US\$5,025,000.00
Acciones Comunes	60 millones de acciones comunes de la Clase A, con un valor nominal de un centavo de dólar (US\$0.01) cada una.	500 millones de acciones comunes de la Clase A, con un valor nominal de un centavo de dólar (US\$0.01) cada una.
Administradora	Mundial Valores de Administración.	Prival Securities Inc.
Custodio	Banco Panameño de la Vivienda, S.A.	Prival Bank, S.A.
Tipo de sociedad	Abierta	Cerrada
Tipos de inversión	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Acciones Comunes</li> <li>b) Acciones Preferidas</li> <li>c) Deuda Soberana Global y Agencias Gubernamentales</li> <li>d) Bonos Corporativos</li> <li>e) Valores comerciales Negociables</li> <li>f) Cédulas Hipotecarias</li> <li>g) Depósitos a Plazo Fijo o Certificados de Depósitos Negociables</li> <li>h) Cuentas de Ahorro Bancarias</li> <li>i) Notas Estructuradas</li> <li>j) Instrumentos financieros derivados permitidos por la Comisión Nacional de Valores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Acciones Preferidas</li> <li>b) Valores Comerciales Negociables</li> <li>c) Certificados de Depósitos Negociables</li> <li>d) Contratos de Reporto</li> <li>e) Cédulas Hipotecarias y otros Títulos Hipotecarios</li> <li>f) Depósitos a Plazo Fijo</li> <li>g) Deuda Corporativa a tasa Flotante o Fija</li> <li>h) Deuda Soberana Global y Agencias Gubernamentales</li> <li>i) Bonos del Tesoro de los EEUU.</li> <li>j) Agencias Gubernamentales de los Estados Unidos</li> <li>k) Bonos convertibles</li> <li>l) Cuentas de Ahorro Bancarias</li> <li>m) Notas estructuradas</li> <li>n) Instrumentos financieros derivados permitidos por la Comisión Nacional de Valores</li> </ul>

Fuente: Prival Bank *Elaboración:* PCR

Prival Securities, Inc., es el administrador, agente de registro, pago, transferencia, y agente vendedor del Fondo; y es propietario de todas las acciones Clase B de Prival Bond Fund, S.A. El custodio del Fondo es Prival Bank.

El Prival Bond Fund es, luego de las modificaciones en sus términos y condiciones, una sociedad de inversión cerrada; con un portafolio de inversión compuesto en su mayoría por emisiones de deuda pública y privada de instituciones en la República de Panamá y Centroamérica de corto, mediano y largo plazo.

## Gobierno Corporativo

### Administrador del Fondo

Prival Bond Fund es administrado por Prival Securities Inc., Prival Securities es una subsidiaria 100% de *Prival Bank* que se dedica al negocio de Casa de Valores y Administración de Sociedades de Inversión; autorizados en ambos rubros por SUMEVAL.

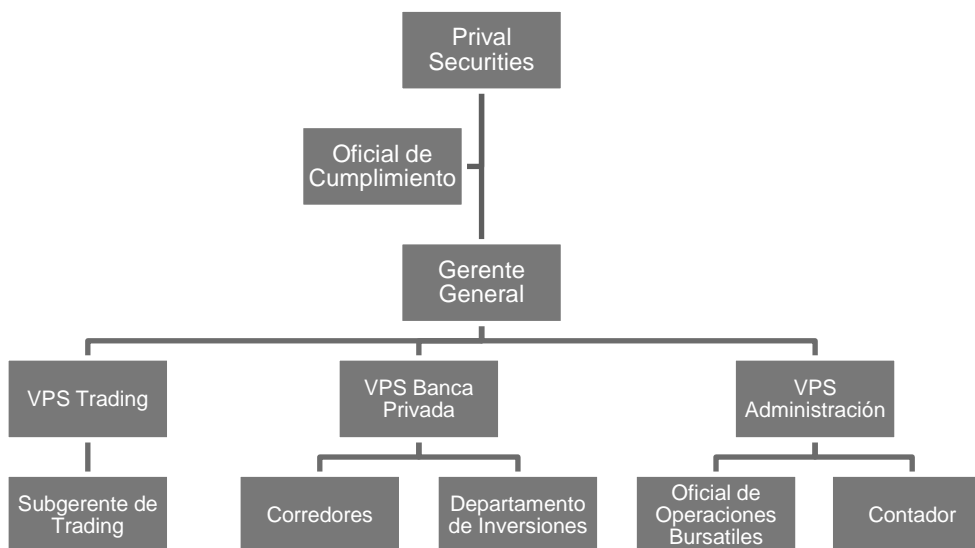
Prival Securities está compuesta por el departamento de Trading y Banca Privada. El mercado objetivo de Prival Securities son inversionistas institucionales y privados con un alto nivel patrimonial y en búsqueda de un servicio personalizado.

Tanto Prival Bank como Prival Securities Inc., cuentan con una Junta Directiva y personal de apoyo en las áreas estratégicas con amplia experiencia y trayectoria en el sistema financiero panameño e internacional. De acuerdo a PCR, las instituciones anteriores presentan un desempeño aceptable respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

Cuadro 2 - Plana Gerencial Prival Securities	
Nombre	Cargo
Jaime R. Sosa	Gerente General
Ricardo A. Zarak	VPS Banca Privada
Juan Carlos Clement	VPS Trading
David Muñoz	VPS Riesgo
Gianfranco Mazzeo	VPS Administración
Isabel Morgan de San Juan	VPS Recursos Humanos
Maristela P. de Valencia	Gerente de Cumplimiento

*Fuente: Prival Bank / Elaboración: PCR*

**Gráfico 1:  
Organigrama Prival Securities**



*Fuente: Prival Bank / Elaboración: PCR*

**Personal responsable por la administración del fondo:**

- **Ricardo Zarak –VP Senior de Banca Privada** : Desempeñó durante 9 años distintos cargos dentro de Banistmo Securities y Banistmo Asset Management, en dónde fungió como Ejecutivo Principal de Inversiones de las sociedades de inversión que componían la familia de fondos de Banistmo, siendo los más destacados Banistmo Bond Fund y Banistmo Bond Fund II.
- **Rafael Fernández – VP Asistente de Inversiones**: Desempeñó durante 7 años como analista financiero en Merrill Lynch (Miami), para el grupo de Banca Privada e Inversiones. Él se especializó en el manejo de cuentas administradas e inversiones alternas. Fue Gerente de Inversiones en Portobelo Advisors, donde manejaba las cuentas administradas, las relaciones con contrapartes en el exterior, y la mesa de trading.
- **Fátima Asvat –Gerente de Inversiones**: Tiene una licenciatura de Georgetown University, tras lo cual laboró dos años como editora de la sección Internacional en La Estrella de Panamá. Lleva tres años laborando en Prival Securities, incorporándose al grupo tras una maestría de Negocios Internacionales.

Cuadro 3 - Junta Directiva Prival Investments Funds
Juan Carlos Fábrega R.
Jaime R. Sosa
Ricardo A. Zarak
David Muñoz
Anamae de Ardito Barletta (Directora Independiente)

Fuente: Prival Bank / Elaboración: PCR

### Prival Bank, S.A.

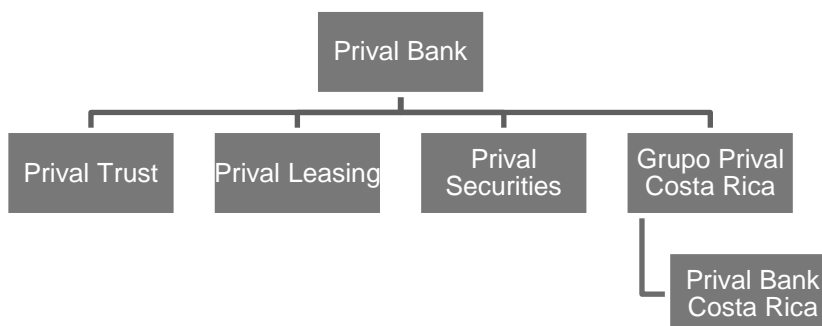
Prival Bank, S.A. es una institución financiera que inicio operaciones el 24 de marzo de 2010, de acuerdo al registro de la Superintendencia de Bancos de Panamá. El banco cuenta con una Licencia General Bancaria en Panamá, que le permite efectuar operaciones nacionales y extranjeras. Según su modelo de negocios, Prival Bank se enfoca en los mercados nichos de Banca Privada y Banca de Inversión y Comercial.

A la fecha de análisis, el Banco cuenta con una calificación local de Panamá de BBB+, perspectiva estable.

Cuadro 4 - Junta Directiva Prival Bank	
Nombre	Cargo
Juan Carlos Fábrega R.	Presidente
Rogelio Arango Ch.	Vicepresidente
Roberto Pascual Q.	Tesorero
Gabriel Lewis N.	Secretario
Samuel Urrutia C.	Director
Leopoldo Liakópulos F.	Director
Bolívar Márquez C.	Director suplente
Samuel Lewis D.	Director suplente
Jack Loeb C.	Director suplente
Ricardo Pérez A.	Director suplente
Ricardo Brostella N.	Director suplente
Alfredo Alemán M	Director suplente
Jorge García I.	Director Independiente
Niels Ketelhorn	Director Independiente

Fuente: Prival Bank / Elaboración: PCR

**Gráfico 2:  
Organigrama Prival Bank**



Fuente: Prival Bank / Elaboración: PCR

## Descripción del Fondo

---

Prival Bond Fund es una sociedad de inversión cerrada. Su portafolio de inversión está compuesto principalmente por emisiones de deuda pública y privada de instituciones en la República de Panamá y Centroamérica de corto, mediano y largo plazo.

### Objetivos del Prival Bond Fund

1. El Prival Bond Fund es una sociedad de inversión cerrada enfocada en una estrategia 100% de renta fija. Su portafolio de inversión está compuesto por emisiones de deuda pública de instituciones en la República de Panamá y Centroamérica. Su objetivo principal es lograr flujos de efectivo sostenibles con un nivel de retorno y liquidez mayor a los depósitos bancarios.
2. Adquirir activos financieros de renta fija con un sano perfil de riesgo y rendimientos adecuados. Se incluyen títulos públicos y privados de corto, mediano y largo plazo.
3. Generar un flujo de dividendos consistente a las políticas de inversión del fondo, con la meta de mantener una diferencia entre el promedio de los depósitos a plazo de un año y dicho dividendo de mínimo 150 puntos básicos.
4. Mantener una cartera diversificada por tipo de instrumento financiero, región geográfica, industria y plazo.

### Política de Inversión del Fondo de Inversión

1. El Fondo podrá invertir solamente en instrumentos de renta fija o sus equivalentes, principalmente en Panamá y Centroamérica. No podrá invertir en renta variable.
2. El Fondo invierte el 100% de sus activos en dólares norteamericanos.
3. El Fondo invertirá en valores registrados en una bolsa o mercado organizado, tendrá un límite de hasta 10.00% por emisor y un 25.00% del total de activos por grupo económico.
4. El Fondo invertirá en valores privados no cotizados en bolsa, tendrá un límite de hasta 7.50% del total de activos por emisor y un 15.00% del total de activos por grupo económico.

### Identificación de Inversiones:

El administrador del Fondo trabaja en colaboración con el Gerente de Inversiones de Prival Securities, en la búsqueda de oportunidades de inversión, entre cuyas fuentes se encuentran:

- Las emisiones públicas y privadas; y créditos corporativos de los departamentos de Banca de Inversión y Banca Comercial del banco.
- Otros bancos, sean panameños internacionales, a través de los cual se mantiene acceso a préstamos privados y sindicados en la región.
- Oportunidades en el mercado primario y secundario, local e internacional.

### Títulos Aceptables para Inversión

- |  |   |
|--|---|
| 1. Acciones Preferidas                           | 9. Bonos del Tesoro de los EEUU   |
| 2. Valores Comerciales Negociable                | 10. Agencia Gubernamental de los EEUU   |
| 3. Certificados de Depósitos                     | 11. Bonos Convertibles  |
| 4. Contratos de Reporto                          | 12. Cuentas de Ahorro bancaria  |
| 5. Cédulas Hipotecarias u otros Títulos          | 13. Notas Estructurada  |
| 6. Depósitos a Plazo Fijo                        | 14. Sociedades de Inversión de Renta Fija   |
| 7. Deuda Corporativa de Tasa Flotante o Fija     | 15. Instrumentos financieros derivados permitidos por la Superintendencia de Mercado de Valores |
| 8. Deuda Soberana Global y Agencia Gubernamental |   |

### Políticas de Compra y Venta

Toda compra de nuevos títulos valores realizada por Prival Bond Fund requiere aprobación de la Junta Directiva del Fondo. La administración del Fondo debe proveer un análisis de las variables económicas que puedan afectar las tasas de interés, un análisis fundamental del mercado de títulos valor, un análisis del riesgo crediticio del emisor y la emisión, un análisis crediticio del título, y, finalmente, un análisis de la diversificación de riesgo por emisor, plazo, país y liquidez.

Como parte de la política de Prival Bond Fund, las inversiones se mantienen en su mayoría hasta su vencimiento, con el principal objetivo de generar rentas continuas. Solo si las condiciones crediticias cambian drásticamente (ejemplo: cambio significativo de la estructura accionaria, incumplimiento de alguno de los términos del préstamo, desempeño pobre por más de un trimestre, etc.) se podría considerar la venta de un título valor.

## Composición al 31 de diciembre de 2015 Prival Bond Fund

Al período analizado los activos totales de Prival Bond Fund ascienden a US\$217.29 millones, superior a los US\$178.14 millones registrados a diciembre de 2014 y que representa un crecimiento del 21.96%. El aumento anterior es por la necesidad de colocar los recursos monetarios para invertir en títulos valores y que provienen por la demanda de suscripciones que tuvo el fondo durante el año en estudio.

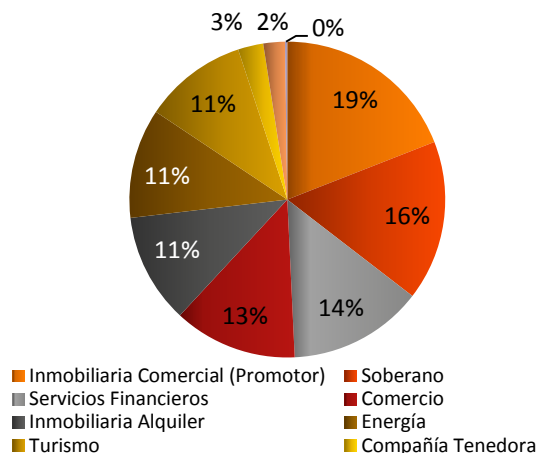
De los activos totales, US\$2.31 millones se encuentran en efectivo y el resto se mantiene en los títulos valores que componen el fondo. Adicionalmente el fondo está compuesto por 50 emisores (Cuadro No.5), los cuales están distribuidos en 70 emisiones.

La concentración (Gráfico No.4) de las inversiones se encuentra en Panamá (76.4%). Los tres principales sectores económicos (Gráfico No.3) en los cuales están invertidos los fondos son: Inmobiliaria Comercial (19.1%), Soberano (16.4%) y Servicios Financieros (13.8%).

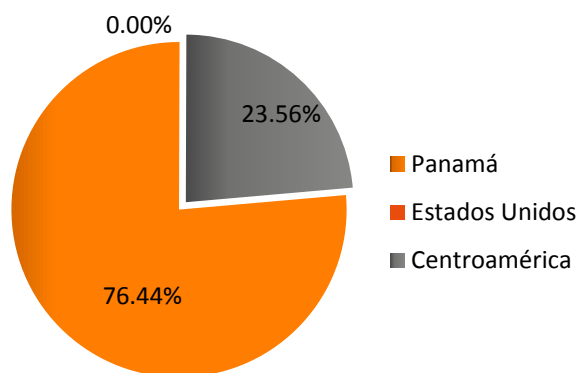
Cuadro 5 - Inversiones en Valor Nominal por Emisor (en Millones US\$)					
No.	Emisor	Monto	No.	Emisor	Monto
1	Aeropuerto Internacional de Tocumen, S.A.	\$15.50	26	TX Panamá, S.A.	\$2.26
2	Prival Finance – Serie G (Compañía Hotelera de Albrook Mall, S.A)	\$14.96	27	Harmony & Nature, Inc.	\$2.09
3	Fideicomiso Ena Este	\$13.48	28	Promotores de Eventos Albrook, S.A.	\$2.00
4	Prival Finance – Serie D (Compañía Insular Americana, S.A.)	\$10.00	29	Desarrollo Puntarena, S.A.	\$2.00
5	Albrook Leasing Company, Inc.	\$10.00	30	Capital Managers Co., S.A.	\$2.00
6	GMG Holding, S.A.	\$10.00	31	Puma Energy Centam Holdings I LLC	\$1.71
7	Desarrollo Turístico Buenaventura, S.A.	\$8.00	32	Westland Group Co., S.A.	\$1.70
8	BanESCO, S.A.	\$8.00	33	Parque Veracruz, S.A.	\$1.58
9	Inmobiliaria Cervelló, S.A.	\$8.00	34	Almacenes Simán, S.A. de C.V.	\$1.13
10	Titularización Ricorp Club de Playa Salinitas 01	\$7.77	35	GMG Holding, S.A.	\$0.87
11	Ideal Living, Corp.	\$6.58	36	Valley Rise Investment Corp.	\$0.75
12	Instituto Costarricense de Electricidad	\$6.00	37	Colfinanzas, S.A.	\$0.75
13	Real Estate Investment Thrust Inc.	\$6.00	38	Opine Investments, S.A.	\$0.75
14	Agrícola Senior Trust	\$6.00	39	Colfinanzas, S.A.	\$0.70
15	Hydro Caisan, S.A.	\$6.00	40	Codere, S.A.	\$0.47
16	Istmo Assets, S.A.	\$5.55	41	Corporación Marbella, S.A.	\$0.31
17	Aes Changuinola, S.A.	\$5.50	42	Los Castillos Real Estate, Inc.	\$0.29
18	Inversiones Inmobiliarias Arrocha, S.A.	\$5.00	43	Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A.	\$0.25
19	Banco Nacional de Costa Rica	\$5.00	44	Bahía Las Minas Corp.	\$0.06
20	Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador 03	\$4.93	45	Inmobiliaria Don Antonio, S.A.	\$0.06
21	Pellas Development Group, Inc.	\$4.00	46	Prival Real Estate Fund, S.A.	\$0.01
22	AES Panamá, S.R.L.	\$3.75	47	La Hipotecaria, S.A.	\$0.01
23	Grupo Prival, S.A.	\$3.46	48	Hencorp Loan Fund, S.A.	\$0.00
24	Corporación de Finanzas del País	\$3.00	49	Verdemar Investment Corporation, S.A.	\$0.00
25	Ocean Reef Residences	\$2.97	50	Gems Low Volatility Reserve Fund	\$0.00

Fuente: Prival Securities / Elaboración: PCR

**Gráfico 3**  
Composición por industria de las posiciones de PBF



**Gráfico 4**  
Composición por región geográfica de las posiciones de PBF



*Fuente: Prival Securities / Elaboración: PCR*

A diciembre de 2015, las inversiones en bonos corporativos (72.8%) y préstamos (21.1%) son los de mayor participación por clase de activo. Asimismo, las 10 principales inversiones (Cuadro No. 7) del Fondo de Inversión representan el 52.5% del total.

Cuadro 6 - Distribución por Clase de Activo	
Tipo de Emisión	Participación
Bonos corporativos	72.85%
Préstamos	21.07%
Acciones preferidas	5.70%
Otros	0.38%
<b>Total</b>	<b>100.00%</b>

*Fuente: Prival Securities / Elaboración: PCR*

Cuadro 7 - Principales Posiciones en valor nominal (En Miles US\$)			
Emisor	Sector	Participación	Monto
Aeropuerto Internacional de Tocumen, S.A.	Aeropuerto	7.70%	15,500
Prival Finance - Serie G (Compañía Hotelera de Albrook Mall, S.A.)	Turismo	7.44%	14,964
Fideicomiso Ena Este	Inmobiliaria	6.70%	13,481
Prival Finance – Serie D (Compañía Insular Americana, S.A.)	Inmobiliaria	4.97%	10,000
Albrook Leasing Company, Inc.	Inmobiliaria	4.97%	10,000
GMG Holdings, S.A.	Comercio	4.97%	10,000
Desarrollo Turístico Buenaventura, S.A.	Turismo	3.98%	8,000
Banesco, S.A.	Financiera	3.98%	8,000
Inmobiliaria Cervelló, S.A.	Inmobiliaria	3.98%	8,000
Titularización Ricorp Club de Playa Salinitas 01	Turismo	3.86%	7,766
<b>Total</b>		<b>52.53%</b>	<b>105,711</b>

*Fuente: Prival Securities / Elaboración: PCR*



Aeropuerto Internacional de Tocumen, S.A.		
<b>Tipo de emisión:</b> Bonos corporativos	<b>País de origen:</b> Panamá	<b>Riesgo Soberano:</b> BBB
<b>Fecha de vencimiento:</b> 9 de octubre de 2023	<b>Tasa de rendimiento:</b> 5.75%	
<p>El Aeropuerto Internacional de Tocumen, S.A. (AITSA) es el aeropuerto de servicio comercial primario para la República de Panamá y su capital, y el hub principal de Copa Airlines (Copa). Es el aeropuerto más concurrido en Centroamérica en volumen de pasajeros, y el único con dos pistas activas capaces de acomodar aviones comerciales.</p> <p>AITSA ha desarrollado un plan de inversión de capital de 7 años, expandiéndose desde el año 2012 hasta el 2018. Espera utilizar aproximadamente US\$1,200 millones, para mejorar las instalaciones del Aeropuerto y así posicionarlo a permanecer como el principal hub de pasajeros en la región.</p> <p>El Aeropuerto ha basado este plan en dos fuentes—el Estudio de Factibilidad para el Plan de Desarrollo Estratégico, fechado marzo 2012 y preparado por Leigh Fisher; y el Plan Maestro del Aeropuerto, fechado febrero 2012 y preparado por la Organización de Aviación Civil Internacional (ICAO en inglés).</p>		

Prival Finance – Serie G (Compañía Hotelera de Albrook Mall, S.A.)		
<b>Tipo de emisión:</b> Notas estructuradas	<b>País de origen:</b> Panamá	<b>Riesgo Soberano:</b>
<b>Fecha de vencimiento:</b> 14 de diciembre de 2022	<b>Tasa de rendimiento:</b> 6.50%	
<p>Prival Finance es una sociedad de propósito especial, establecido para servir de vehículo en la participación de Créditos Subyacentes bajo el Programa de Notas Estructuradas. Prival Finance utilizará la totalidad de los fondos recaudados para participar en una serie de facilidades crediticias.</p> <p><b>Garantías:</b></p> <p>Las Series de Notas estarán respaldadas por el crédito general de la empresa y serán garantizadas por un Fideicomiso, cuyo patrimonio podrá estar comprendido primordialmente por las siguientes garantías, según dispone el Fideicomiso de Garantía de la Serie correspondiente: a) Derechos derivados de los Contratos de Cesión de Participación; b) Formar parte de los Bienes Fideicomitados, el Crédito Subyacente correspondiente y sus garantías, en proporción a la participación del Emisor en el Crédito Subyacente, así como todos los derechos que se deriven de los mismos; y c) Cualesquiera otros bienes o sumas de dinero que se traspasen al Fideicomiso o que se reciban de la ejecución de los gravámenes (netos de los gastos y costas de ejecución). El crédito subyacente de la Serie G cuenta con la primera hipoteca y anticresis sobre todos los bienes inmuebles, incluyendo el terreno del hotel en Albrook Mall, Prenda sobre los bienes muebles del Hotel, Endoso de todos los beneficios sobre las pólizas de seguros, y fianza mancomunada de los accionistas de Compañía Hotelera de Albrook Mall, S.A..</p>		

Fideicomiso Ena Este		
<b>Tipo de emisión:</b> Deuda corporativa	<b>País de origen:</b> Panamá	<b>Riesgo Soberano:</b> BBB-
<b>Fecha de vencimiento:</b> 28 de marzo de 2024	<b>Tasa de rendimiento:</b> 6.00%	
<p>Es un fideicomiso de emisión, garantía y de administración de pagos, suscrito entre la Empresa Nacional de Autopista, S.A. (ENA). Los fondos de la emisión se utilizarán para cancelar préstamo otorgado por Banco Nacional de Panamá y que es para construcción y equipamiento de carretera del corredor norte, fondeo de cuenta de reserva, financiar mejoras tecnológicas del sistema de cobro de peajes en corredores norte y sur, financiar la construcción del corredor norte fase IIB y para usos generales.</p> <p><b>Garantías:</b></p> <p>El pago de los bonos está garantizado por las acciones ENA ESTE, Derechos Cedidos, Aporte por parte de ENA ESTE, de los montos correspondientes a las contribuciones a su capital social que reciba ENA, producto de dividendos que le sean pagados por ENA SUR, \$27 millones aportados por ENA ESTE y todas las cuentas del Fideicomiso</p>		

Prival Finance – Serie D (Compañía Insular Americana, S.A.)		
<b>Tipo de emisión:</b> Notas estructuradas	<b>País de origen:</b> Panamá	<b>Riesgo Soberano:</b>
<b>Fecha de vencimiento:</b> 28 de octubre de 2019	<b>Tasa de rendimiento:</b> 7.50%	
<p>Prival Finance es una sociedad de propósito especial, establecido para servir de vehículo en la participación de Créditos Subyacentes bajo el Programa de Notas Estructuradas. Prival Finance utilizará la totalidad de los fondos recaudados para participar en una serie de facilidades crediticias.</p> <p><b>Garantías:</b></p> <p>Las Series de Notas estarán respaldadas por el crédito general de la empresa y serán garantizadas por un Fideicomiso, cuyo patrimonio podrá estar comprendido primordialmente por las siguientes garantías, según dispone el Fideicomiso de Garantía de la Serie correspondiente: a) Derechos derivados de los Contratos de Cesión de Participación; b) Formar parte de los Bienes Fideicomitados, el Crédito Subyacente correspondiente y sus garantías, en proporción a la participación del Emisor en el Crédito Subyacente, así como todos los derechos que se deriven de los mismos; y c) Cualesquiera otros bienes o sumas de dinero que se traspasen al Fideicomiso o que se reciban de la ejecución de los gravámenes (netos de los gastos y costas de ejecución). La Serie D cuenta con la fianza mancomunada de los accionistas de Compañía Insular Americana, S.A., el crédito subyacente.</p>		

Albrook Leasing Company, Inc.		
<b>Tipo de emisión:</b> Bonos corporativos	<b>País de origen:</b> Panamá	<b>Riesgo Soberano:</b> BBB (pan)
<b>Fecha de vencimiento:</b> 30 de septiembre de 2020	<b>Tasa de rendimiento:</b> 5.75%	
<p>Es una empresa dedicada a extender facilidades de crédito a empresas relacionadas, las cuales se dedican principalmente al negocio de alquiler de locales comerciales en el Centro comercial Albrook Mall. Los fondos se utilizarán primordialmente para facilitar créditos a afiliadas del emisor (aproximadamente el 90% del monto) y otros usos generales corporativos (aproximadamente el 10% del monto).</p> <p><b>Garantías:</b></p> <p>Las series garantizadas contarán con ciertas garantías inmobiliarias, incluyendo primera hipoteca y anticresis sobre una serie de bienes inmuebles como se estipula en el Fideicomiso de Garantía de la Emisión cuyo valor de avalúo es de al menos 130% el monto a colocar de la serie.</p>		

GMG Holding, S.A.		
<b>Tipo de emisión:</b> Línea de crédito rotativa sindicada	<b>País de origen:</b> Costa Rica	<b>Riesgo Soberano:</b>
<b>Fecha de vencimiento:</b> 13 de octubre de 2018	<b>Tasa de rendimiento:</b> 6.50%	
<p>GMG Holding S.A. es la sociedad matriz de El Gallo más Gallo, Almacenes Prado, El Verdugo, Importadora Monge y Play, las cuales se dedican a la importación, venta al por mayor y al detalle y financiamiento de ventas al detalle de electrodomésticos. GMG Holding es líder del mercado en Costa Rica y Nicaragua y tiene una participación relevante en los otros mercados donde opera. Los fondos de la facilidad serán utilizados para apoyar las operaciones financieras del grupo, cuyo propósito será financiar a terceros la compra de productos en sus tiendas.</p> <p><b>Garantías:</b></p> <p>Fianzas solidarias de GMG Servicios Costa Rica, S.A.; GMG Comercial Costa Rica, S.A.; GMG Servicios Guatemala, S.A.; GMG Comercial Guatemala, S.A.; GMG Servicios Honduras, S.A.; GMG Comercial Honduras, S.A.; GMG Servicios El Salvador, S.A.; GMG Comercial El Salvador, S.A.; GMG Servicios Nicaragua, S.A. y GMG Comercial Nicaragua, S.A. y GMG Comercial Perú, S.A.; así como fianzas solidarias de los accionistas.</p>		

Desarrollo Turístico Buenaventura, S.A.		
<b>Tipo de emisión:</b> Acciones Preferentes	<b>País de origen:</b> Panamá	<b>Riesgo Soberano:</b>
<b>Fecha de vencimiento:</b> 15 de diciembre de 2020	<b>Tasa de rendimiento:</b> 6.25%	
<p>Desarrollo Turístico Buenaventura, S.A es dueño de una finca de 312 hectáreas en dónde se desarrolla el proyecto de playa Buenaventura. El Ingeniero Alberto Vallarino es propietario 100% de Desarrollo Turístico Buenaventura, S.A. Buenaventura es el proyecto de playa más exclusivo de Panamá, ubicado en Farallón en la costa del Pacífico, a 120 kilómetros de la ciudad de Panamá. Buenaventura ofrece residencias unifamiliares, condominios frente a la playa y cancha de golf, villas frente al lago y lotes privados.</p> <p>Uso de Fondos: Cancelar deudas adquiridas por el Emisor producto de la adquisición de propiedades en Buenaventura.</p>		

BANESCO, S.A.		
<b>Tipo de emisión:</b> Bonos corporativos subordinados perpetuos	<b>País de origen:</b> Panamá	<b>Riesgo Soberano:</b> N/A
<b>Fecha de vencimiento:</b> 30 de noviembre de 2099	<b>Tasa de rendimiento:</b> 7.25%	
<p>El emisor es un Banco de licencia general en la República de Panamá, cuyo negocio principal es la intermediación financiera, siendo líderes en los sectores de persona y comercio.</p> <p><b>Respaldo de la emisión.</b></p> <p>Los bonos están respaldados únicamente por el crédito general de Banesco S.A. Esta emisión no cuenta con garantías reales o personales, ni con un fondo económico que garantice el pago del interés, así como por activos o garantías otorgadas por empresas subsidiarias, afiliadas o relacionadas con el emisor. Por tanto, los fondos que genere el emisor en su giro normal del negocio son las fuentes ordinarias para el pago de intereses.</p>		

Inmobiliaria Cervelló, S.A.		
<b>Tipo de emisión:</b> Bonos corporativos	<b>País de origen:</b> Panamá	<b>Riesgo Soberano:</b> N/A
<b>Fecha de vencimiento:</b> 23 de julio de 2026	<b>Tasa de rendimiento:</b> 5.75%	
<p>La sociedad nace en febrero de 2014, y se dedica a extender facilidades de crédito a sus afiliadas, las cuales se dedican principalmente al negocio de alquiler de locales comerciales.</p> <p>La emisión será por US\$84.5 millones, divididas en 2 series: SENIOR US\$82.0 millones y Subordinada por US\$2.5 millones. Los fondos se utilizarán para otorgar facilidades crediticias a empresas afiliadas, fondear la cuenta de reserva.</p>		

Titularización Ricorp Club de Playa Salinitas 01		
<b>Tipo de emisión:</b> Bonos corporativos	<b>País de origen:</b> El Salvador	<b>Riesgo Soberano:</b> AAA
<b>Fecha de vencimiento:</b> 17 de septiembre de 2022	<b>Tasa de rendimiento:</b> 6.81% <sup>3</sup>	
<p>RICORP Titularizadora, S. A. es una entidad especializada en la titularización de activos. Los fondos obtenidos en esta titularización son de la adquisición de flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos percibidos por Club de Playas Salinitas, S.A. de C.V. provenientes de los resultados generados por la operación del Hotel Royal Decameron Salinitas en El Salvador..</p> <p><b>Garantías:</b></p> <p>La emisión cuenta con los siguientes respaldos: garantía hipotecaria sobre el inmueble propiedad de Club de Playa Salinitas, Prenda sobre el 100% del equipo y mobiliario del hotel valuado, Cesión de beneficios de pólizas de seguros, Cesión de los flujos financieros futuros hacia el fondo de titularización.</p>		

*Fuente de los prospectos: Prival Securities / Elaboración: PCR*

<sup>3</sup> Rendimiento promedio ponderado de la emisión.

## Rendimientos históricos de Prival Bond Fund:

Al cierre diciembre de 2015, la tasa de rendimiento del fondo fue del 5.00%, manteniendo un amplio margen sobre la tasa de referencia para los depósitos a plazo de 1 año del mercado panameño. Es de resaltar que desde junio de 2012 este rendimiento se ha mantenido cercano al 5.00%.

Cuadro 8 - Principales Posiciones en valor nominal									
	Dic-13	Mar-14	Jun-14	Sept-14	Dic-14	Mar-15	Jun-15	Sept-15	Dic-15
PBF	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.04%	5.05%	5.00%	5.00%
DPF	2.78%	2.95%	2.94%	2.71%	2.91%	2.89%	2.90%	2.89%	2.89%
Margen	2.22%	2.05%	2.06%	2.29%	2.09%	2.15%	2.15%	2.11%	2.11%

*Fuente: Prival Securities / Elaboración: PCR*

## Principales competidores

A continuación información de los competidores de Prival Securities, y sus fondos de inversión:

- **BG Valores:**

Fundada en 1987, bajo el nombre de Wall Street Securities, S.A. En el 2007 se integró con Banco General, uno de los principales bancos de Panamá; que cuenta con una licencia general de operaciones; convirtiéndose en BG Valores, una subsidiaria 100% del banco.

- **Fondo General de Inversiones (FGI)** Fue fundado en 1997 e invierte principalmente en títulos de renta fija. El objetivo del fondo es preservar el capital y, en una menor escala, la apreciación del mismo.

- **MMG Bank:**

- **MMG Fixed Income Fund, S.A. ("MMGFIF")** fue constituido exclusivamente para operar como una sociedad de inversión que tiene como objetivo ofrecer un rendimiento neto superior al de los productos bancarios tradicionales. Mantiene un portafolio diversificado de instrumentos financieros de renta fija e híbridos de capital que generen flujos, denominados en dólares y emitidos por empresas públicas o privadas domiciliadas en Panamá y otros países latinoamericanos.

- **Multibank**

Multisecurities, subsidiaria de Multibank, banco inscrito y con Licencia General de Operaciones en Panamá, es una casa de valores inscrita en la Bolsa de Valores de Panamá, que inicia operaciones en el 2010.

- **Multiprosperity Fixed Income Fund** fue fundado el 16 de enero de 2013, y el mismo tiene por objetivo ofrecer rendimientos superiores a los que se obtienen en depósitos a plazo fijo de un año mediante la estructuración de una cartera diversificada de instrumentos de renta fija.

Cuadro 9: Principales competidores			
	Fondo General de Inversiones	MMG Fixed Income Fund	Multiprosperity Fixed Income Fund
Precio (VNA)	US\$ 0.98	US\$ 10.18	US\$ 0.98
Rendimiento de dividendos	4.0%	5.36%	5.0%
Total Activos (en millones)	US\$ 362.06	US\$ 120.88	US\$ 49.54
Acciones en Circulación	368,810,642	11,821,840	49,961,485
Inversión Mínima	US\$ 5,000.00	US\$ 10,000.00	US\$ 10,000.00

*Fuente: Prival Securities / Elaboración: PCR*

## Evaluación de los riesgos del Fondo

### Administración de Riesgos del Portafolio

La administración de riesgo del Prival Bond Fund se sustenta en la gestión de análisis que se realiza previo a invertir en cualquier emisión o crédito directo por parte del Fondo. Una de las principales condicionantes es la de mantener la posición de inversión a largo plazo. Para poder realizar la inversión, el administrador del Fondo lleva a cabo un análisis de las variables económicas que puedan afectar las tasas de interés, un análisis

fundamental del mercado de títulos valor, un análisis del riesgo crediticio del emisor y la emisión, un análisis crediticio del título, y, finalmente, un análisis de la diversificación de riesgo por emisor, plazo, país y liquidez.

Estos análisis se realizan de acuerdo a los manuales aprobados de Inversión de Prival Bond Fund, y al Manual de Compra y Venta de Títulos de Prival Bank. Para PCR, las políticas y procedimientos de mitigación de riesgos en la administración del fondo son aceptables.

Prival Bond Fund está invertido en valores con distintos y escalonados vencimientos, lo que logra mitigar en cierto grado el riesgo de reinversión.

Cuadro 10: Vencimientos de las inversiones a valor nominal					
Año de vencimiento	Participación	Monto (US\$)	Año de vencimiento	Participación	Monto (US\$)
2016	10.23%	20,515,981	2022	17.70%	35,479,931
2017	3.66%	7,334,000	2023	16.46%	32,996,018
2018	7.91%	15,861,413	2024	6.72%	13,480,556
2019	5.86%	11,754,433	2026	3.99%	8,000,000
2020	17.74%	35,571,484	2050	0.00%	6,195
2021	3.99%	8,000,000	2099	5.72%	11,461,300
Total General				100.00%	200,461,311

*Fuente: Prival Securities / Elaboración: PCR*

La cartera del Prival Bond Fund está compuesta en su gran mayoría por tasas de intereses fijas. Sin embargo, también posee títulos con tasas flotantes, que se benefician en ambientes de tendencias de tasas de crédito alcistas.

#### **Procedimiento general para la toma de decisiones.**

Luego de la evaluación de los análisis previamente mencionados, la decisión de compra y venta reposa en la aprobación, por mayoría, de la Junta Directiva.

Previo a la presentación a la Junta, la mayoría de las decisiones de inversión a nivel departamental se toman en el Comité de Inversión. Dicho comité se reúne cada dos semanas, cuando debe repasar el rendimiento de los fondos propios y el rendimiento de las cuentas administradas. Para el Prival Bond Fund, en estas reuniones se da seguimiento al desempeño del Fondo, así como compartir ideas y análisis de inversiones antes de presentarlos formalmente ante la Junta Directiva para aprobación.

El Comité de Inversiones está constituido por:

- **Jaime Sosa**, Gerente General de Prival Bank/Prival Securities: Licenciado en Administración de empresas con especialización en Finanzas de la Universidad de Texas, Austin, Texas, Estados Unidos. Laboró en Banistmo desde marzo de 1999 hasta mayo de 2007 desempeñando diversos cargos destacando Vice-Presidente Senior y Ejecutivo Principal de Banistmo Securities. Posteriormente, se desempeña como Socio Director de Portobelo Advisors y Portobelo Capital hasta el 2009. Desde el 2009 a la fecha, funge como Gerente General de Prival Bank.
- **David Muñoz**, VP Senior de Riesgos, Prival Securities: 35 años de experiencia en instituciones financieras de primera línea incluyendo posiciones ejecutivas de alto nivel en áreas administrativas, de negocios, de crédito y de gestión de riesgos en HSBC, Grupo Banistmo y The Chase Manhattan Bank, N.A. Actualmente VP Senior de Administración de Riesgos de Prival Bank, S.A.
- **Ricardo Zarak**, VP Senior de Banca Privada, Prival Securities y Administrador de Fondos para Prival Securities.
- **Juan Carlos Clement**, VP Senior de Trading, Prival Securities: cuenta con más de 20 años de experiencia en instituciones financieras locales e internacionales, desempeñando diversos cargos destacando Tesorero del Primer Banco del Istmo y VP de Inversiones Banca Privada HSBC (Panamá).
- **Fernando Morales** – VP Asistente de Riesgo de Crédito, Inversiones y Mercado, Prival Bank.
- **Rodolfo Duarte**, Gerente de Análisis Financiero, Prival Securities.
- **Fatima Asvat**, Gerente de Inversiones, Prival Securities.
- **Rafael Fernández**, VP Asistente de Banca Privada, Prival Securities.

## Políticas para el Manejo y Nivel de Liquidez del Fondo

Con los cambios realizados al prospecto del fondo, como se detalla en apartados anteriores, el Prival Bond Fund pasó a ser un fondo cerrado, que por definición no redime sus acciones.

Sin embargo, Prival Securities puede, de ser necesario, optar por cruzar órdenes de ventas con órdenes de compra de clientes nuevos. Queda entendido que bajo el prospecto del Fondo, Prival Securities no está obligado a comprar acciones del Fondo en el mercado secundario.

Adicionalmente, el Fondo tiene disponible una línea de compra de acciones del Fondo con Prival Bank, hasta por US\$7 millones, en caso fuese necesario para el Fondo hacer frente a una redención de acciones. También se cuenta con líneas de margen con Pershing y líneas de reporto con otros dos bancos de Panamá, en caso de que el fondo no cuente con los flujos en el momento para participar de inversiones. Dichas facilidades suman US\$21 millones.

## Riesgo cambiario

Como se menciona en la política de Inversión de Prival Bond Fund, la totalidad de su cartera se mantiene en dólares de los Estados Unidos de América, con lo que se elimina el riesgo cambiario.

## Detalle del cumplimiento de los límites de inversión mensual.

El Prival Bond Fund no mantiene políticas estrictas en cuanto al mínimo o máximo en lo que puede invertir mensualmente.

El Fondo, por factores limitantes en la legislación vigente aplicable, no puede mantener ninguna posición, incluyendo los valores públicos registrados en bolsa, si pasa del límite de 10% del total de la cartera por cada emisor; ni del 25% por grupo económico. Cabe mencionar que este límite puede ser ampliado al 15.0%, siempre que el total de las inversiones de la Sociedad de Inversión en valores en los que se supere el diez por ciento (10%) no exceda del cincuenta por ciento (50%) del activo de la misma. A la fecha de análisis, ambas condiciones del sistema son cumplidas por Prival Bond Fund, donde su principal posición representa el 7.70% de su portafolio.

La forma de operación del Fondo, en la que se presenta cada nueva inversión a la Junta Directiva evita que haya un exceso en los límites, ya que debe exponerse como cambiarían los límites al agregarle cada dicha inversión.

## Suscripciones, redenciones y partícipes

Durante el 2015, el Fondo tuvo un total de US\$61.78 millones de suscripciones y US\$29.58 millones en redenciones.

Por otra parte, el número de partícipes al período analizado fueron de 597 y mayor al registrado al mismo período del año anterior (536).

En relación a la concentración de los 50 principales partícipes, a diciembre de 2015 el monto fue de US\$99.30 millones (49.81% del total).

## Duración modificada y convexidad

Al período analizado la duración modificada fue de 4.67 veces, menor a la registrada en diciembre de 2014 que fue de 5.31 veces. Con el decremento anterior, si existen variaciones importantes en las tasas de interés, las mismas pueden llegar a afectar positiva o negativamente en el valor de los bonos del portafolio. Por su parte la convexidad fue de 46.55 a diciembre de 2015.

Cuadro No. 11: Historial de clasificaciones		
Con información financiera correspondiente a:	Clasificación otorgada	Perspectiva
Del 30 de junio de 2013 al 30 de septiembre de 2015	AAf	Estable

*Fuente y elaboración: PCR*

**Nota sobre información empleada para el análisis.**

---

La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales, sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información.

PCR considera que la información utilizada para el presente análisis es suficiente para emitir nuestra opinión de riesgo.