

## CABEI Central American Fund P.L.C.

Sesión ordinaria: 1072009

Información Financiera no auditada: al 31 de diciembre del 2008

**Contactos:** Gary Barquero Arce Gerente General [gbarquero@scriesgo.com](mailto:gbarquero@scriesgo.com)  
Yin Mei Acón Chan Gerente Técnica [ymacon@scriesgo.com](mailto:ymacon@scriesgo.com)  
Roy Diego Chaves R. Analista Senior [rchaves@scriesgo.com](mailto:rchaves@scriesgo.com)

### 1. Calificación de riesgo

A continuación se presenta el análisis de CABEI Central American Fund P.L.C., con información financiera no auditada al 31 de diciembre de 2008.

Con base en esta información se otorgaron las siguientes calificaciones para CABEI Central American Fund P.L.C.

Fondo	Calificación Anterior	Calificación Actual
Costa Rica		
CABEI Central American Fund P.L.C.	scrAAAf 3	scrAAAf 3
Honduras		
CABEI Central American Fund P.L.C.	scrAAAf 3 (hn)	scrAAAf 3 (hn)
Panamá		
CABEI Central American Fund P.L.C.	scrAAAf 3 (pan)	scrAAAf 3 (pan)

La calificación **scrAAAf** se otorga a fondos "cuya calidad y diversificación de activos, fortalezas y debilidades de la administración proporcionan la más alta seguridad contra pérdidas provenientes de incumplimientos de pago. Nivel Excelente."

Con respecto al riesgo de mercado, la **Categoría 3** se asigna a fondos con "alta sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado".

### 2. Resumen ejecutivo

- Los activos administrados del Fondo registraron US\$ 92,97 millones a diciembre 2008, luego de descender 15,30% en el 2008 y 11,00% sólo en el cuarto trimestre, como consecuencia de que muchos inversionistas de los principales mercados financieros

- internacionales redujeron sus posiciones en los activos de mayor riesgo, especialmente provenientes de mercados emergentes.
- Los mercados financieros internacionales han exhibido alta volatilidad, gracias principalmente por el desarrollo de la economía estadounidense. Los procesos de desapalancamiento que han ejecutado una importante base de inversionistas ha puesto presión sobre los activos de mayor riesgo en el cuarto trimestre de 2008.
- A lo extenso del 2008 el portafolio "soberano" perdió 15 puntos porcentuales de participación, ganados por su parte por instrumentos de instituciones supranacionales.
- Por primera vez en los últimos 3 años, en el cuarto trimestre de 2008 más del 25,00% del portafolio del Fondo posee una calificación de riesgo sobre el grado de inversión.
- El valor neto de la participación del Fondo alcanza US\$1.390,97 al cierre del 2008, tras descender 11,20% en el último trimestre y 13,80% durante todo el 2008.
- El rendimiento YTD del Fondo descendió en octubre 2008 hasta alcanzar un valor negativo de 18,90% al cierre del mes, el pero desempeño en su historia, tras el anuncio de que Lehman Brothers se acogía a la protección por bancarrota en septiembre 2008. Al cierre del 2008 el rendimiento YTD del Fondo registró un valor negativo de 13,80% cercano al exhibido por su Benchmark, de -13,23%.
- La relación riesgo-rendimiento muestran los niveles menos ventajosos de la historia del Fondo para el cuarto trimestre de 2008.
- La duración modificada del Fondo se redujo de 6,41% a 4,64% a lo largo del 2008, de forma paralela al enfoque precavido de inversión seguido por la administración del Fondo.

"La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A. basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. No considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. Se recomienda analizar el prospecto, información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en la entidad supervisora del mercado de valores, superintendencias, bolsas de valores y puestos representantes."

### 3. Descripción del CABEL Central American Fund p.l.c.

El CABEL Central American Fund P.L.C. (CABEL Fund) es un Fondo de inversión abierto y no seriado, que fue aprobado para oferta pública por parte de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) en Costa Rica desde el 31 de julio del 2003 por medio de la resolución SGV-R-672. El Fondo fue aprobado desde marzo de 1999 como una Compañía de Inversión en la República de Irlanda, bajo las regulaciones establecidas en ese país y las de la Unión Europea.

El Fondo está orientado a invertir principalmente en valores emitidos por entidades y deuda soberana de los países socios regionales y extraregionales del Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), además de Panamá, República Dominicana y Belice.

Al respecto, el grupo de países miembros regionales lo conforman Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicaragua y El Salvador, mientras que como miembros extraregionales se encuentran Argentina, Colombia, México, Taiwán (República de China), España, Panamá y República Dominicana.

Adicionalmente, la emisión de acciones del CABEL Fund fue aprobada por el Consejo de Administración de Bolsa de Valores Nacional, S.A. de Guatemala en sesión del 17 de febrero del 2006 e inscrita ante el Registro del Mercado de Valores y Mercancías de ese país el 01 de diciembre del 2006.

En este sentido debe señalarse que debido a que la emisión ha sido creada bajo la legislación vigente de la República de Irlanda, en caso de litigio serán competentes los tribunales de ese país.

Adicionalmente, en Guatemala, CABEL Fund ha designado al Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) como agente de colocación y puede asignar sub-agentes de colocación adicionales para que asistan en la búsqueda de inversionistas para la cartera. Particularmente, Cuscatlán Valores, S.A. ha sido nombrado sub-agente para la colocación del CABEL Fund en Guatemala.

Por su parte, en Panamá, el 11 de abril de 2007 la Comisión Nacional de Valores de la República de Panamá comunicó que no mantenía objeciones a la notificación del establecimiento de una relación de comercialización entre CABEL Central American Fund P.L.C. y la casa de valores Mundial de Valores en Administración S.A. (Mundial de Valores). El comunicado significa que a Mundial de Valores se le permite vender las participaciones de CABEL Fund en forma privada a sus clientes en Panamá.

Posteriormente, el 22 de noviembre de 2006 y el 19 de enero de 2007, CABEL Fund y Mundial de Valores

firmaron, respectivamente, un Acuerdo de Sub-Agencia cuyo principal objetivo es autorizar e inscribir a Mundial de Valores como agente de colocación local de las participaciones de CABEL Fund en Panamá.

Adicionalmente, el administrador y custodio de CABEL Fund, el Bank of Ireland Securities Services, acordó con HSBC Panamá para sirva como sub-custodio del CABEL Fund y facilitar las inversiones en Panamá, Costa Rica, Guatemala y El Salvador.

Por su parte, CABEL Central American Fund p.l.c. designó desde el 26 de abril de 1999 al Banco Centroamericano de Integración Económica como agente colocador de sus participaciones en Honduras, otorgándole además la facultad de nombrar subagentes de colocación. En este sentido, el Banco Centroamericano de Integración Económica designó a Fomento Financiero, S.A. Casa de Bolsa como subagente de colocación de las participaciones de CABEL Fund en Honduras mediante contrato suscrito el 01 de agosto de 2006.

Posteriormente, el 16 de agosto de 2007 Fomento Financiero, S.A. Casa de Bolsa presentó ante la Secretaría de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros de Honduras solicitud de autorización para comercializar en Honduras las participaciones de CABEL Fund, lo que fue respondido positivamente mediante la Resolución N° 999 del 28 de agosto de 2007 de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros de Honduras con base en las "Normas para Comercialización de Fondos de Inversión Constituidos y Administrados en el Exterior" aprobadas por la misma Comisión.

### 4. Activos Administrados

Los activos administrados por el Fondo registran US\$92,97 millones al cierre del 2008, tras descender 15,30% en el año y 11,00% sólo en el cuarto trimestre. La principal variación en el este rubro fue en octubre de 2008, cuando los activos administrados descendieron en US\$17,20 millones.

La contracción en los activos fue más pronunciada que la exhibida por el número de participaciones, las cuales se redujeron 2,00% en el 2008 y sólo 0,04% en el cuarto trimestre del año, mostrando un nivel de 66,66 mil al cierre de diciembre 2008.

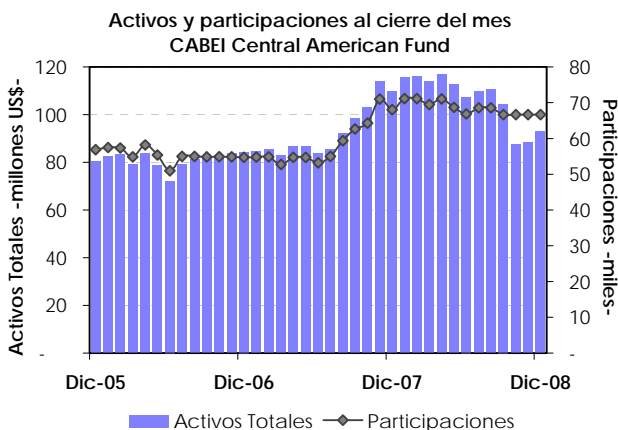
De acuerdo con los gestores de inversión del Fondo, el descenso de los activos administrados en el 2008 se asocia a procesos de reducción de posiciones apalancadas por parte de inversionistas internacionales, tales como fondos de cobertura, que consecuentemente redujeron sus exposiciones en activos de mayor riesgo, especialmente aquellos provenientes de mercados emergentes.

Este proceso afectó a bonos latinoamericanos denominados en dólares estadounidenses y en monedas

locales, provocando que sus precios descendieran significativamente. De manera consecuente, la bursatilidad de la deuda centroamericana y caribeña se contrajo importantemente incluso en relación con otros mercados emergentes.

Adicionalmente, los mercados financieros internacionales han exhibido alta volatilidad, gracias principalmente por el desarrollo de la economía estadounidense. Los procesos de desapalancamiento que han ejecutado una importante base de inversionistas han puesto presión sobre los activos de mayor riesgo. Muchos inversionistas de los principales mercados internacionales, como Estados Unidos y Europa Occidental, recortaron sus posiciones en los activos de mayor riesgo, lo que afectó a los bonos latinoamericanos emitidos en dólares estadounidenses.

Los títulos de El Salvador presentaron la mayor caída, seguidos de los bonos de Guatemala y Costa Rica. Los precios de títulos de Panamá y México descendieron de manera relativamente más moderada.



Con respecto a la composición del portafolio administrado, en la segunda mitad del 2008 la cartera se mantuvo concentrada en aproximadamente 40,00% en emisores del sector público de El Salvador y Guatemala.

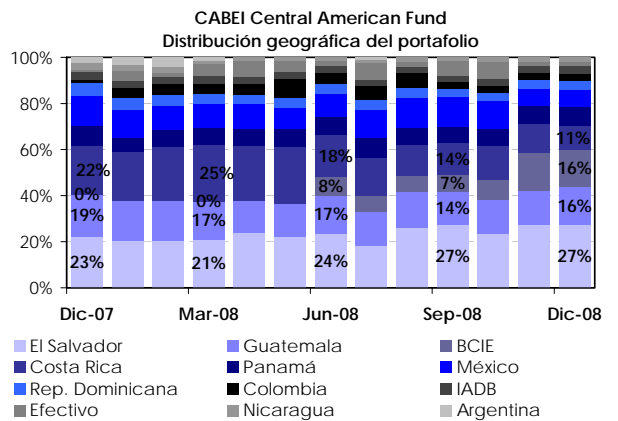
Adicionalmente, en el cuarto trimestre de 2008 el Fondo duplicó su exposición en notas del Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), hasta 16,00%, como consecuencia de la estrategia de la administración para reducir la duración de la cartera a través de sustituir bonos con altas duraciones por aquellos más cortos.

Por otra parte, en los últimos 3 trimestres del 2008 la participación de valores de Costa Rica descendió de 25,00% a 11,00%, para fondear posiciones en las notas de BCIE, las cuales no presentaban participación en el portafolio antes de junio 2008.

En el 2008 la participación de valores panameños se mantuvo alrededor de 8,00%, y los valores mexicanos

perdieron 5 puntos porcentuales en el último trimestre hasta representar 8,00% del total al cierre del 2008. Entre tanto, el resto del portafolio ha estado representando por valores de República Dominicana, Colombia, Nicaragua y Argentina, así como instrumentos emitidos por el Banco Interamericano de Desarrollo, que no han llegado a significar individualmente más de 5,00% del portafolio total.

Adicionalmente, es importante anotar que en el último año bajo análisis en promedio un 4,00% de los activos netos del portafolio se han encontrado en efectivo; un 2,04% para diciembre 2008.

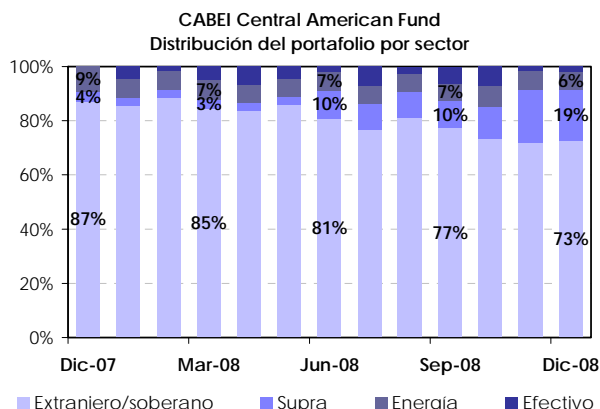


En general, la administración del Fondo espera que en el 2009 persistan las difíciles condiciones de mercado. Sin embargo, se encuentran convencidos de que una parte de los emisores latinoamericanos enfrenta sanos fundamentos económicos y ofrecen un atractivo valor. En este sentido, la administración del Fondo seguirá asignando activamente su portafolio entre diferentes emisores de la región en los próximos periodos.

Con respecto a la estructura de la cartera del Fondo por sector económico, en el 2008 el portafolio exhibió una recomposición, cuando los valores de deuda soberana han perdido 15 puntos porcentuales de participación que fueron ganados por títulos de entes supranacionales, hasta significar 73,00% del total al cierre de 2008, de la mano con la tendencia de la administración por reducir la duración de la cartera.

Entre tanto, valores del sector energético han representado cerca de 7,00% en el 2008 y las tenencias de efectivo redujeron su participación de 6,40% a 2,00% en el último trimestre.

Adicionalmente, es importante anotar que la distribución del portafolio por sector excluye contratos de futuros.



En cuanto a la composición del portafolio de inversiones de CABEI Fund según calificación de riesgo<sup>1</sup>, para el último trimestre de 2008 y por primera vez en los últimos 3 años, más de una cuarta parte de la cartera total cuenta con calificación de grado de inversión internacional, mientras que la restante se ubica en grado especulativo.

En los últimos 3 trimestres alrededor de 60,00% de la cartera ha contado con calificación de riesgo internacional B +/-, correspondiendo a instrumentos de Argentina B- (S&P), República Dominicana B (S&P) y Nicaragua B3 (Moody's). En el mismo periodo, el portafolio con calificación BB (+/-) pasaron de representar 79,00% a 67,00% del total. En particular, Costa Rica y Guatemala cuentan con calificación de riesgo soberano en moneda extranjera de BB para diciembre 2008, mientras que El Salvador, Colombia y Panamá cuentan con calificaciones de riesgo internacional BB+ (S&P).

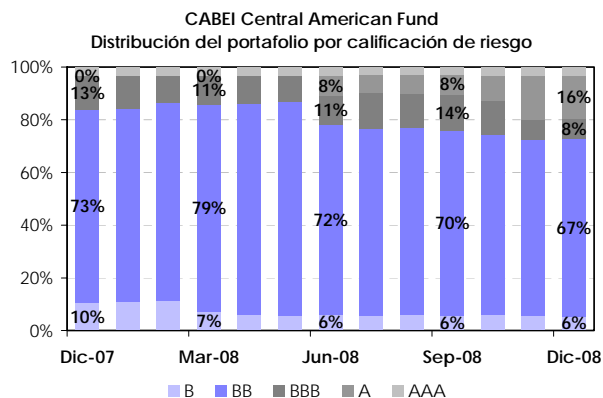
Por otra parte, la porción del portafolio con calificación de riesgo BBB (S&P), que corresponde a valores mexicanos BBB+ (S&P), pasaron de representar 14,00% a 8,00% en el último trimestre de 2008; mientras que las notas de BCIE A- (S&P) duplicaron su participación sólo en noviembre 2008.

Finalmente, aproximadamente 3,00% del portafolio exhibió la calificación de máxima calidad crediticia durante el último año, AAA (S&P), que corresponden a valores del Banco Interamericano de Desarrollo.

La totalidad de los emisores en los que invierte el Fondo al cierre de diciembre 2008 poseen una calificación de riesgo con perspectiva estable, salvo El Salvador, que posee una perspectiva negativa.

<sup>1</sup> Las calificaciones de riesgo referidas han sido otorgadas por Standard & Poor's, salvo para Nicaragua, la cual se encuentra calificada como B3 por Moody's. La distribución de calificaciones se refieren al riesgo de emisor soberano/corporativo del título valor y no incluye tenencias de efectivo o contratos futuros.

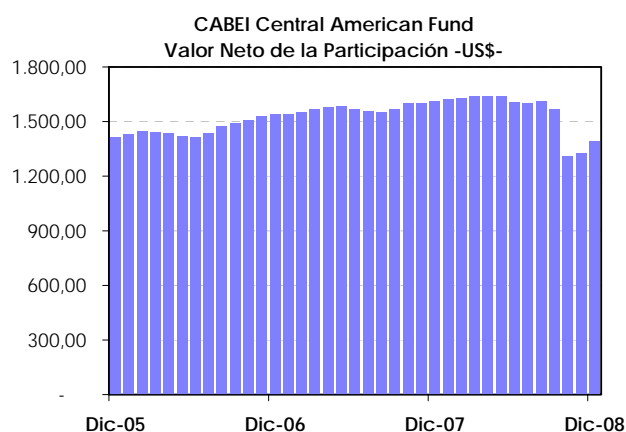
**SCRiesgo**



**5. Desempeño del Fondo**

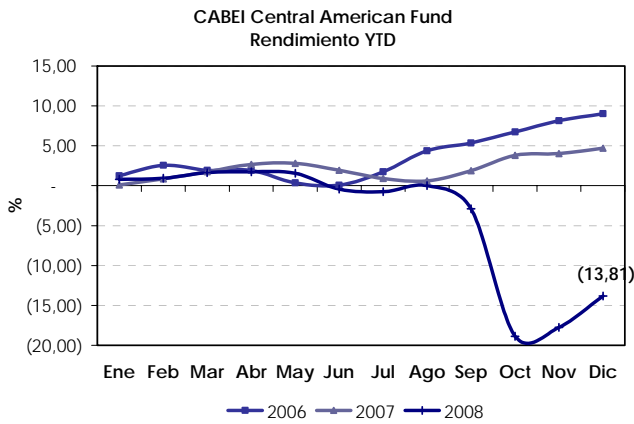
Al cierre del 2008 el valor neto de la participación del CABEI Fund alcanza un valor de US\$1.390,97, luego de contraerse significativamente en octubre 2008 en 16,40%. Los mercados financieros internacionales han exhibido alta volatilidad, gracias principalmente por el desarrollo de la economía estadounidense. Los procesos de desapalancamiento que han ejecutado una importante base de inversionistas han puesto presión sobre los activos de mayor riesgo

Muchos inversionistas de los principales mercados internacionales, como Estados Unidos y Europa Occidental, recortaron sus posiciones en los activos de mayor riesgo, lo que afectó a los bonos latinoamericanos emitidos en dólares estadounidenses. Los títulos de El Salvador presentaron la mayor caída, seguidos de los bonos de Guatemala y Costa Rica. Los precios de títulos de Panamá y México descendieron de manera relativamente más moderada.

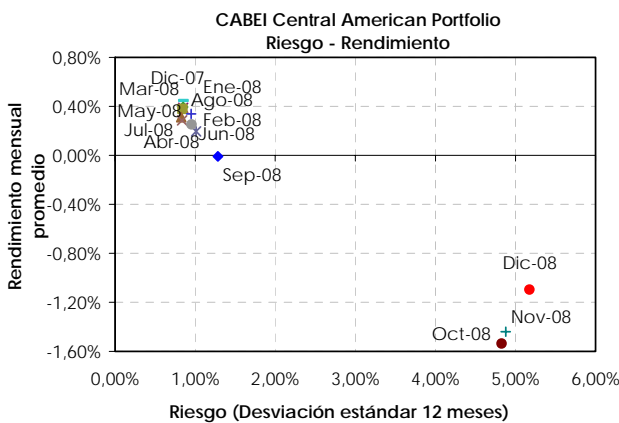


De manera consecuente con el comportamiento del valor neto de la participación, el rendimiento ofrecido por el Fondo acumulado desde el inicio del año presentó un significativo descenso en el último trimestre de 2008 hasta registrar un valor negativo de 18,90% al cierre de octubre 2008. Con este resultado, el Fondo se ubica con

el indicador más reducido de su historia. El significativo descenso en el indicador presentado especialmente en octubre 2008, se presenta de la mano con el anuncio de que Lehman Brothers se acogía a la protección por bancarota, en septiembre 2008.



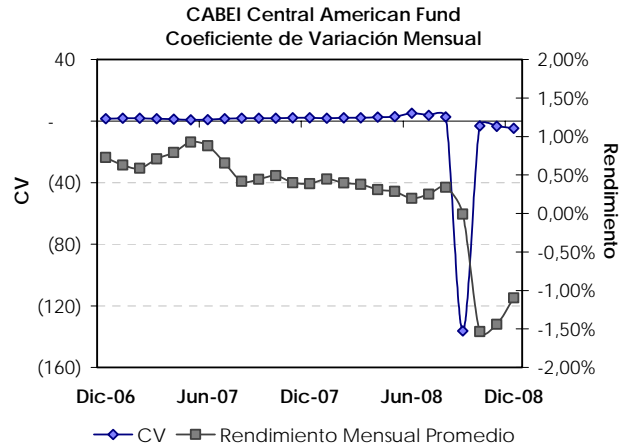
Los movimientos en los mercados financieros internacionales ocasionados por la caída de Lehman Brothers, afectaron igualmente la relación ofrecida por el CABEI Fund entre el rendimiento promedio de los últimos 12 meses y su desviación estándar. Durante los últimos 3 trimestres del 2008 el Fondo exhibe una atípicas observaciones, cuando el rendimiento mensual, que había sido positivo en al menos los últimos 3 años, desciende a -1,00%; mientras su desviación estándar se incrementa hasta 5,0 puntos porcentuales, en tanto que se había colocado en alrededor de 0,90 puntos porcentuales desde 2006.



De esta manera, a partir de la contracción en el rendimiento mensual promedio, que a diciembre 2008 es negativo y se acerca al 1,00%, y el incremento de su desviación estándar, el coeficiente de variación (CV) del rendimiento del Fondo, que se había ubicado alrededor de 2 puntos porcentuales durante los últimos 2 años, se elevó hasta 140 puntos negativos a septiembre 2008, el mayor nivel exhibido en al menos los últimos 3 años, lo que representa que al cierre del 2008 el inversionista del

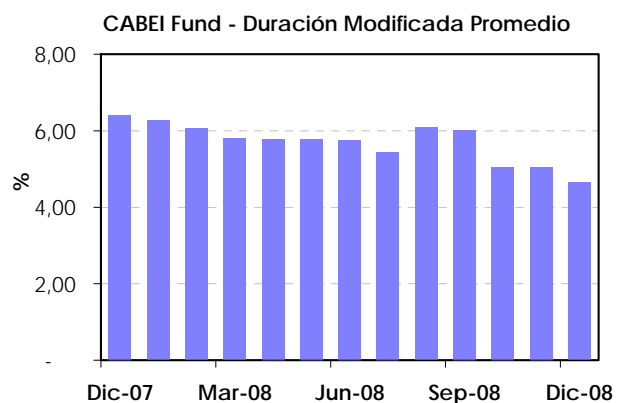
**SCRiesgo**

CABEI Fund está asumiendo los mayores niveles de riesgo por cada unidad de rendimiento recibida de los últimos periodos.



Por su parte, la duración modificada de la cartera del CABEI Fund, porcentaje de cambio en el precio del portafolio dado un cambio determinado en el rendimiento promedio, mostró una tendencia descendente en el 2008, cuando pasó de 6,41% a 4,64%, de acuerdo con la política de la administración por seguir un enfoque de inversión cauteloso, que incluye la reducción en la duración.

De esta manera, la evolución arrojada por la duración modificada de la cartera del CABEI Fund señala que el riesgo del portafolio ante variaciones en su rendimiento se ha reducido levemente en el último año.



En este sentido, los administradores del Fondo tienen la perspectiva de que la crisis económica y financiera no terminará en el 2009, con lo que los mercados se mantendrán volátiles; frente a lo cual, la cautela de la administración proveerá al portafolio de CABEI Fund un comodín frente a otros futuros movimientos adversos de los mercados.