Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A.
Calle 50 y 54 Este, Bella Vista
Ciudad de Panamá, Panamá
507.214.3790 tel
507.214.3790 fax
moodyslocal.com

Panamá, 20 de agosto de 2020

Señores
Bolsa de Valores de Panamá
Avenida Federico Boyd, Edificio BVP
Bella Vista, Panamá

Referencia: Envío de Informe de calificación UPIV
Attn. Lcda. Anyelis Marrero

Estimados:

Con la presente, informamos a la Bolsa de Valores de Panamá que el Comité de Calificación de Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. se reunió el 20 de agosto de 2020 para tratar la Calificación de Instrumentos de UPIV.

Al respecto, nos permitimos anexar el citado Informe de Calificación que se explica por sí solo.

Sin más por el momento.

Saludos Cordiales,

Juan Manuel Martans
General Manager

MOODY'S LOCAL | Panamá

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
20 de agosto de 2020

Actualización

CALIFICACIÓN*
UPIV

Domicilio	Panamá
Acciones Preferidas	a+.pa

(*) La nomenclatura ".pa" refleja riesgos sólo comparables en Panamá *Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones asignadas, ver Anexo I.*

Ana Lorena Carrizo
VP – Senior Analyst / Manager
Ana.carrizo@moodys.com

Linda Tapia
Analyst
linda.tapia@moodys.com

María Gabriela Sedda
Associate Analyst
maría.sedda@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

UNIVERSAL POLICY INVESTMENT VEHICLE, LTD. (UPIV)

Resumen

Moody's Local ratifica la categoría a+.pa asignada a las Acciones Preferidas emitidas por Universal Policy Investment Vehicle, Ltd. (en adelante, UPIV o el Emisor).

La calificación asignada recoge el flujo de ingresos provenientes de la inversión en 19 Certificados de Participación Fiduciaria, los cuales generan un rendimiento fijo de 6.25% anual derivado de un componente de ahorro que contemplan cada una de las 19 pólizas de seguro de vida universal contratadas, lo que permite cubrir el pago de dividendos de las acciones preferidas evaluadas. Asimismo, aporta de manera favorable el hecho de que estos flujos operativos provengan de la Aseguradora Mapfre Panamá, S.A., la segunda aseguradora más grande de Panamá en cuánto a primas suscritas, con una participación de mercado de 14.97% hasta abril 2020. Se valora igualmente, que el fideicomiso cuenta con la existencia de las garantías reales que respaldan el cumplimiento de las obligaciones por encima del 100%, tales como bienes inmuebles, depósitos a plazo fijo y flujos por indemnización, sin embargo, cabe resaltar que, a la fecha de este informe, no se ha recibido la Certificación Actuarial de Valores de Rescate – Reserva y Garantía tangibles de los Certificados de Participación fiduciaria al 31 de diciembre de 2019, por lo cual Moody's Local no pudo corroborar el valor actualizado de las garantías reales y valor de rescate que respaldan los fideicomisos.

Se valora igualmente que UPIV es el beneficiario primario de la suma asegurada de cada una de las pólizas, lo que resulta en una cobertura holgada para las acciones preferentes. Adicionalmente, aporta a los resultados la estrategia iniciada en el 2018 de rentabilizar el excedente de efectivo a través de colocaciones en depósitos a plazo fijo, acciones preferidas y Bonos Corporativos, flujos que se espera brinden un aporte adicional a la carga operativa.

No obstante lo anterior, aún UPIV mantiene alta dependencia hacia su principal fuente de ingresos, lo que limita la calificación de la empresa. También se consideró como limitante el ajuste en los indicadores de cobertura mediante los flujos[1], producto de la decisión de MAPFRE de amortizar las inversiones en Certificados de Participación Fiduciaria, lo que a su vez genera menores ingresos operativos para UPIV. Al respecto, cabe recordar que en octubre de 2016, la Superintendencia de Valores de Panamá aprobó mediante Resolución SMV N° 690-16, la modificación de los términos y condiciones de la Emisión de las Acciones Preferidas No Acumulativas Clase B que le permite al Emisor redimir total o parcialmente el monto en circulación de las Acciones Preferidas en cualquier momento. De igual manera, se aprobó el cambio en la política de pago de dividendos a fin de que el mismo se haga efectivo en base a una tasa variable que esté acorde a los flujos generados por el Emisor y no en base a la tasa fija de 6.0% establecida en el prospecto inicial. En vista que el Emisor utiliza el diferencial de 0.25% para hacer frente a los gastos administrativos propios de sus operaciones y los cuales han estado por debajo de lo presupuestado, el Emisor ha ido creando una reserva de liquidez, la cual ha sido rentabilizada según lo mencionado previamente. Asimismo, de superar el 0.25% de diferencial, el Emisor puede modificar la tasa a pagar sobre las acciones preferidas, acorde con los flujos producidos.

[1] FCO/Dividendos pagados
(FCO+FCI)/(Dividendos pagados + Redención Acciones)

Ante la declaración de Estado de Emergencia en que se encuentra el país desde el pasado 25 de marzo, a raíz de la pandemia mundial COVID-19, el Gobierno ha tomado medidas para contener la propagación del virus en el país. En ese sentido, el Banco Mundial Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) estima una contracción en la economía panameña de un 8% - 9% en el año 2020, lo cual se espera deteriore el entrono operativo, afectando el crecimiento de diversos sectores económicos, entre ellos el sector de seguros y reaseguros en el que indirectamente se desenvuelve UPIV, al provenir su principal fuente de ingresos de Aseguradora Mapfre. No obstante, de acuerdo a lo manifestado por el Emisor, no hay cambios en el plan de amortización de los CPF de su cliente, por lo cual de acuerdo a las proyecciones recibidas MAPFRE continuará amortizando US$150.0 mil de manera mensual, hasta la cancelación total del capital de los CPF y, simultáneamente UPIV redimirá trimestralmente US$450.0 mil de acciones preferidas. Asimismo, la Gerencia de UPIV manifestó que la aseguradora cumplió adecuadamente con todos los ratios regulatorios.

Moody's Local continuará monitoreando de la evolución de los principales indicadores financieros y proyecciones del Emisor, de tal manera que la categoría asignada se mantenga acorde con el nivel de riesgo del instrumento calificado.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

» Mayor grado de cobertura sobre sus compromisos anuales (gastos operativos + dividendos preferenciales) por parte de los flujos operativos.

» Cesión de un mayor número de garantías por parte del Emisor.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

» Aumento significativo en los gastos operativos que ejerzan presión sobre los flujos operativos del Emisor.

» Interrupción o reducción relevante de los ingresos proporcionados por Mapfre

» Surgimiento de riesgos operacionales o de índole reputacional que afecte la operatividad del Emisor.

» Pérdida de valor en las garantías proporcionadas como mitigantes del riesgo.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

» Moody's Local no recibió la Certificación Actuarial de Valores de Rescate – Reserva y Garantía tangibles de los Certificados de Participación fiduciaria al 31 de diciembre de 2019

Indicadores Clave

Tabla 1
UNIVERSAL POLICY INVESTMENT VEHICLE, LTD. (UPIV)

	Mar-20 LTM	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Activos (US$/Miles)	4,669	4,816	7,076	9,073	10,276
Ingresos (US$/Miles)	330	358	408	605	1,259
FCO (US$/Miles)	194	318	362	568	1,726
FCO/Dividendos	0.66x	1.00x	0.66x	1.38x	1.33x
(FCO + FCI*) / (Dividendos + Redención de Acciones)	1.01x	1.00x	0.70x	1.12x	1.02x

*Flujo de Caja de Inversión
Fuente: UPIV / *Elaboración: Moody's Local*

Desarrollos Recientes

Desde la propagación del COVID-19 a nivel mundial, y ante el Estado de Emergencia Nacional y Cuarentena Total que se encuentra el país, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) estima una contracción en la economía panameña de un 8%-9%% en el año 2020, lo cual se espera deteriore el entorno operativo, afectando el crecimiento de diversos sectores. Si bien se ha venido dando una reapertura gradual en el país con la apertura del bloque 1 y 2, el pasado 13 de mayo y 1 de junio, respectivamente, y la reapertura parcial del bloque 3 el 12 de agosto, todavía no es posible determinar un período de recuperación al tratarse de un evento en curso. En ese sentido, los flujos del Emisor provienen directamente del repago de los Certificados de Participación Fiduciaria por parte de Aseguradora Mapfre. No obstante, de acuerdo a lo manifestado por el Emisor, no hay cambios en el plan de amortización de los CPF de su cliente, por lo cual de acuerdo a las proyecciones recibidas MAPFRE continuará amortizando US$150.0 mil de manera mensual, hasta la cancelación total del capital de los CPF y, simultáneamente UPIV redimirá trimestralmente US$450.0 mil de acciones preferidas. Asimismo, la Gerencia de UPIV manifestó que la aseguradora cumplió adecuadamente con todos los ratios regulatorios.

Generalidades

Perfil de la Compañía

Universal Policy Investment Vehicle, Ltd. (UPIV), es un vehículo de inversión cerrado constituido el 1 de noviembre de 2007, bajo las Leyes de Belice[2]. El capital autorizado está conformado por 400,000 Acciones Comunes Clase A con derecho a voto y a decisiones administrativas de un valor nominal de US$1.00 cada una, así como por 160,000,000 de Acciones preferidas Clase B, sin derecho a voz ni voto de un valor nominal de US$0.01 cada una. Las Acciones Clase A fueron adquiridas en su totalidad por Banco Panameño de la Vivienda, S.A. (Banvivienda), recientemente adquirido por Global Bank Corporation. Las Acciones preferidas Clase B las mantiene en su totalidad Progreso Administradora de Fondos de Pensión, el cual a su vez en el 2014 pasó a ser propiedad 100% de Global Bank Corporation.

UPIV al ser un fondo de inversión cerrado no cuenta con el respaldo de un Grupo Económico. Sin embargo, Progreso Administradora de Fondos de Pensión es inversionista preferido, mientras que Global Financial Funds Corporation (antes Mundial Servicios Fiduciarios, S.A.) ejerce la función de custodio de los bienes que respaldan los 19 fideicomisos en los que invierte UPIV. Para información detallada sobre las operaciones de UPIV y la estructura de la emisión, favor referirse al anexo III.

Análisis Financiero de UPIV

Activos y Liquidez

TENDENCIA DECRECIENTE DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN FIDUCIARIA. NO SE RECIBIÓ LA CERTIFICACIÓN ACTUARIAL AL 31.12.19 DEL VALOR DE RESCATE Y GARANTÍAS TANGIBLES DE LOS CPF.

Al 31 de diciembre de 2019, los activos de la Compañía retrocedieron 31.95%% entre períodos fiscales, como resultado de la tendencia decreciente de la partida de valores disponibles para la venta (-30.47%), los cuales constituyen el 88.57% del balance al cierre fiscal evaluado y se compone de Certificados de Participación Fiduciaria[3] (CPF, en adelante). La disminución en CPF, está en línea con la decisión tomada por MAPFRE -emisora de las pólizas de vida en cada uno de los fideicomisos- de amortizar progresivamente la porción de capital de dichas inversiones. Debido a esto, y al no existir la posibilidad de reinvertir los fondos en el mismo tipo de riesgo estipulado en la oferta inicial, se cancela anticipadamente una porción de las acciones preferidas emitidas por UPIV. En ese sentido, desde el período 2016 hasta el corte evaluado, Mapfre amortiza US$150.0 mil mensuales al capital de las inversiones mencionadas. Asimismo, UPIV realiza redenciones trimestrales por US$450.0 mil a las acciones preferidas -las cuales su monto dependerá del flujo que se obtiene de la devolución de la inversión en los Certificados de Participación-, por lo cual el balance continuará disminuyendo hasta la cancelación total de la inversión. Adicionalmente, se observa una disminución de 82.39% en el efectivo disponible, lo que esta asociado a la redención de las acciones por pagar que lograron realizarse en el último trimestre del año, mientras que para diciembre 2018 por día hábil quedaron para el siguiente trimestre. Al el 31 de marzo de 2020, los activos retrocedieron 37.46% interanualmente, continuando la tendencia de amortización de los CPF mencionada previamente, asimismo se presentó una reducción en el efectivo de 80.19% como resultado que las redenciones de acciones preferentes realizadas durante el trimestre.

Los CPF tuvieron como objetivo final el financiamiento de primas de pólizas de seguro de vida con un componente de ahorro. A fin de mitigar este riesgo, se cuenta con garantías tangibles[4] (bienes inmuebles y depósitos a plazo fijo) y el derecho del valor de rescate no realizado a Global Financial Funds Corporation (antes Mundial Servicios Fiduciarios), según se observa en el gráfico 2. Resulta relevante agregar que, Moody's Local no recibió la Certificación Actuarial de Valores de Rescate y garantías tangibles de los CPF, por lo cual no pudo corroborar la cobertura de las pólizas bajo estos bienes al 31 de diciembre de 2019. La empresa también mantiene inversiones en depósitos a plazo, acciones preferidas y bonos corporativos por un total de US$430.6 mil a diciembre 2019 y US$411 a marzo 2020, en los cuales invierte los excesos de liquidez con el propósito de tener mayores ingresos para contrarrestar la reducción gradual de los CPF.

La liquidez del Emisor proviene del rendimiento fijo de 6.25% que le confiere su inversión en los 19 Certificados de Participación Fiduciaria, aunque este rendimiento en valores absolutos se ve impactado por la amortización del capital que mantiene su principal activo. A su vez, dicha generación es utilizada para cumplir con el pago de dividendos que les corresponde a los Accionistas Preferidos. Por la situación anterior, el Emisor para mitigar posibles descalces de liquidez solicitó cambios en los términos y condiciones del prospecto, permitiendo modificar la tasa fija de 6.0% a pagar a los tenedores de las Acciones Preferidas por una tasa variable acorde con los flujos producidos por la entidad. De esta manera, UPIV podrá hacer frente a los gastos administrativos al ajustarse la generación de la empresa. Al respecto, cabe indicar que hasta la fecha, los flujos de la Compañía han permitido continuar utilizando una la tasa de 6.00%.

---

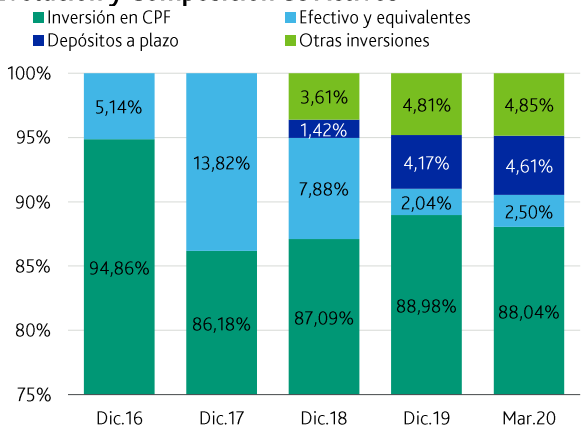
[2] En conformidad con *The International Business Companies Act*, Chapter 270.

3 A un plazo de 14 años (hasta el 2023) y un rendimiento fijo anual de 6.25%

[4] Cubre cualquier diferencia entre el valor de rescate y el monto total financiado.

Gráfico 1

Evolución y Composición de Activos



Fuente: UPIV / Elaboración: Moody´s Local PA

Gráfico 2

Certificados de Participación Fiduciaria*

Fideicomiso	Valor del Fideicomiso a Dic.18	Valor de garantía real (GR) a Dic.18	Valor de rescate neto (VR) a Dic.18	GR + VR	Exceso de Garantía a Dic.18	Suma Asegurada
A	338,042	487,807	62,807	550,614	212,572	4,000,000
B	351,548	626,347	9,105	635,452	283,904	4,000,000
C	463,918	443,558	20,359	463,918	0	4,000,000
D	269,669	428,055	7,906	435,961	166,292	7,000,000
E	240,045	381,032	6,152	387,184	147,139	4,000,000
F	301,901	548,847	8,335	557,182	255,280	7,000,000
G	713,105	1,151,057	12,732	1,163,789	450,684	7,000,000
H	302,998	446,427	21,419	467,846	164,848	4,000,000
I	253,630	479,562	86,967	566,529	312,899	7,000,000
J	864,286	1,235,375	34,159	1,269,534	405,249	4,000,000
K	127,189	178,271	4,770	183,041	55,852	3,200,000
L	111,387	156,225	8,101	164,327	52,940	2,000,000
M	315,840	466,777	14,940	481,717	165,876	700,000
N	229,744	327,579	9,606	337,185	107,440	4,400,000
O	91,274	133,904	5,050	138,954	47,680	4,000,000
P	269,268	401,960	9,010	410,970	141,702	5,000,000
Q	442,880	721,000	17,315	738,315	295,435	4,000,000
R	220,227	361,858	5,598	367,456	147,229	2,500,000
S	78,017	140,649	2,241	142,890	64,873	3,000,000
Totales	**5,984,967**	**9,116,290**	**346,573**	**9,462,864**	**3,477,896**	**80,800,000**

**A la fecha, Moody's Local no recibió la Certificación actuarial actualizada*
Fuente: UPIV/ Elaboración: Moody's Local PA

Estructura Financiera y Solvencia

PATRIMONIO RETROCEDE EN LINEA CON LAS REDENCIONES PACTADAS DE LOS CPF

Al ser UPIV una empresa de inversión, no puede obtener compromisos o endeudarse, por lo que sólo tiene la responsabilidad de hacer frente al pago de los dividendos a los tenedores de las Acciones Preferidas. El pasivo que registra es producto de redenciones de acciones y dividendos por pagar que por temas de día hábil no logran ejecutarse dentro del trimestre evaluado, quedando una cuenta por pagar para el siguiente día hábil. En línea con lo anterior, el patrimonio de la Entidad es la fuente utilizada para hacer frente a las inversiones que mantienen en cartera. Al 31 de diciembre de 2019, el patrimonio de UPIV totaliza US$4.8 millones, retrocediendo un 27.31% al compararlo con el ejercicio fiscal anterior, mientras que para marzo 2020 retrocede 29.43% interanualmente, lo que está alineado a la redención anticipada de acciones trimestralmente por US$450 mil comentada anteriormente; en línea con el comportamiento de los activos que presentan a su vez repago de las inversiones en los CPF.

Rentabilidad y Eficiencia

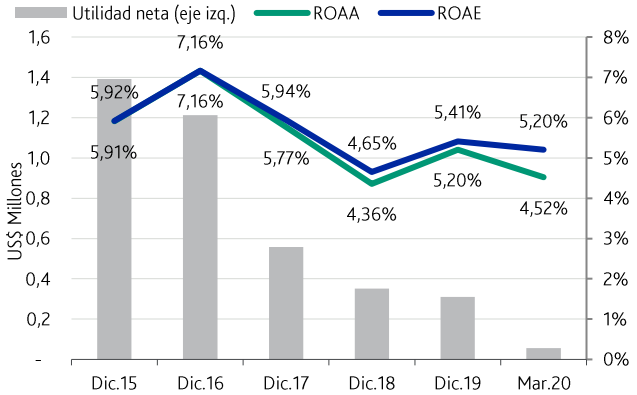
REDUCCIÓN GRADUAL DE LOS INGRESOS, PROPIO A LA REDENCIÓN CONSISTENTE DEL PRINCIPAL ACTIVO GENERADOR

Los ingresos de UPIV al 31 de diciembre de 2019 presentan una disminución de 12.17%, lo cual está recoge la reducción de su principal activo (Certificados de Participación Fiduciaria o CPI), los cuales desde el año 2016 comenzaron a amortizar de manera mensual por Mapfre Panamá, S.A. Es de señalar que a partir del 2016, estos ingresos provenientes de los rendimientos percibidos de los CPI tienen una frecuencia mensual, en vez de pagos anuales al vencimiento de los mismos, lo cual tuvo un impacto positivo en el manejo del flujo de caja del Emisor; no obstante, producto de la reducción de los activos ante el repago gradual de las inversiones, se espera que los ingresos por intereses continúen reduciéndose, reflejándose en una menor utilidad.

Como se mencionó previamente, desde el tercer trimestre de 2018, el Emisor tomó su exceso de liquidez para colocarlo en depósitos a plazo fijo e inversiones en Bonos Corporativos y Acciones Preferentes, los cuales se estiman que aporten retornos adicionales a los ingresos de la Compañía y permitan hacer frente a la carga operativa, la misma que presenta una participación creciente sobre los ingresos, según se observa en el gráfico 4, efecto propio de las condiciones pactadas.

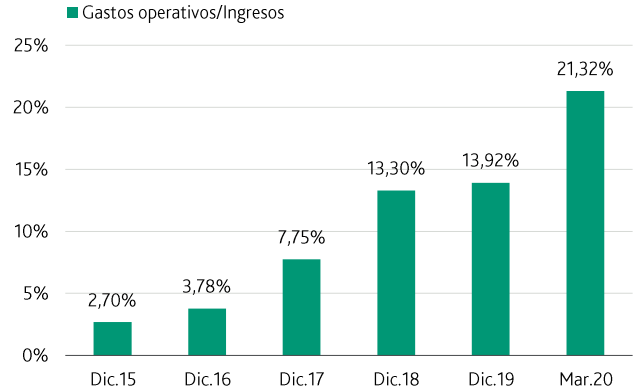
La utilidad neta al cierre fiscal 2019 alcanza US$309.4 mil, reduciéndose en un 12.03% con respecto al mismo periodo fiscal anterior, aunque el margen neto mejora a 86.36% desde 86.22%, producto de la ganancia no realizada de inversiones, los retornos adicionales provenientes de los DPF e inversiones en Bonos y Acciones preferentes y la reducción en gastos operativos por ligera disminución en gastos legales y administrativos. Asimismo, los indicadores de rentabilidad medidos a través del retorno de activos promedio (ROAA) y ROAE) presentan mejora al situarse en 5.20% y 5.41%, respectivamente, según se observa en el gráfico 3. A marzo 2020 los ingresos disminuyeron un 28.54%, mientras que los gastos incrementaron $6 mil, lo que ajustó el margen a 78.68%.

Gráfico 3
Indicadores de Rentabilidad



Fuente: UPIV / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 4
Evolución de los Gastos Operativos sobre Ingresos



Fuente: UPIV/ Elaboración: Moody's Local

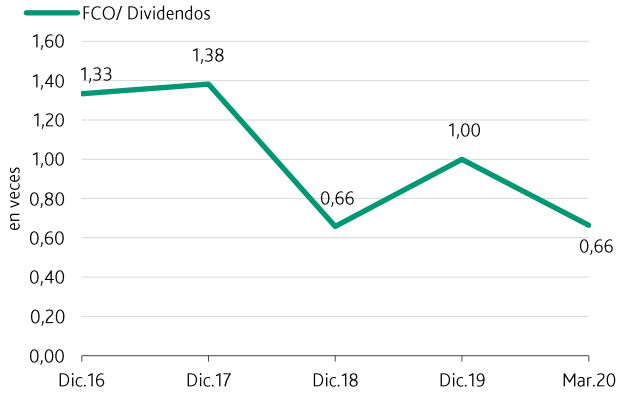
Generación y Capacidad de Pago

NIVELES DE GENERACION AJUSTADOS PERO COBERTURA DE SERVICIO DE DEUDA SE SITÚA EN 1.0 VEZ

La generación, medida a través del Flujo de Caja Operativo muestra una tendencia decreciente, lo que está alineado con el comportamiento de la utilidad neta explicado previamente, generando US$318.5 mil a diciembre 2019 (-12% respecto a diciembre 2018). Según se observa en el gráfico 5, el flujo de caja operativo logra cubrir adecuadamente el pago de dividendos en 1.00x a diciembre 2019. De considerar, el Flujo de caja de inversión, dado que el mismo contempla los flujos provenientes de MAPFRE para amortizar las inversiones en CPF, la cobertura sobre el servicio de deuda se ubicaría en 1.0x, según se observa en el gráfico 6, mejorando respecto al 0.70x de diciembre 2018 producto a que para dicho período el Flujo de Caja de Inversión tuvo el egreso de la nueva inversión de UPIV en acciones y bonos con el fin de invertir sus excedentes para rentabilizar sus activos y, en menor medida MAPFRE para dicho período amortizó US$1.7 millones de CPF, respecto a la redención de Acciones Preferidas de US$1.8 millones, por lo cual para el 2018 el emisor tuvo que apoyarse en caja para cumplir con el servicio de deuda

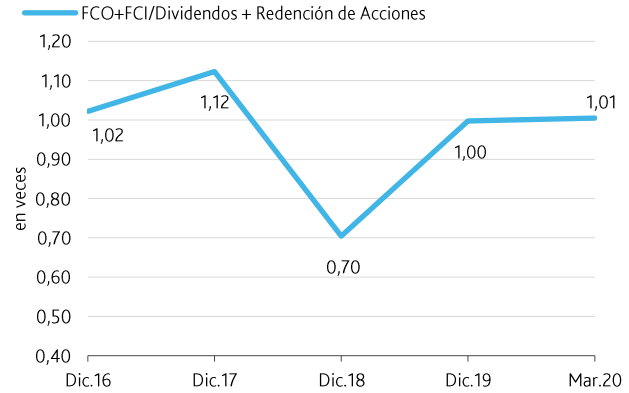
En ese mismo contexto, para el primer trimestre de 2020 el FCO se redujo un 68.27%, como resultado de menores rendimientos, alineado con el menor saldo en su mayor activo (CPF). De anualizar el FCO, la cobertura se ajustaría a 0.66x, lo que recoge el efecto de anualizar los últimos 12 meses, en donde el FCO a marzo 2019 era mayor. Respecto al flujo de inversión, el mismo incrementa un 32.59% respecto a marzo 2019, producto a que en aquel trimestre se invirtieron US$100.0 mil en depósitos a plazo fijo, lo que contrarrestó la entrada de flujos por amortización de CPF de MAPFRE por US$450.0 mil. De anualizar el Flujo de caja de inversión, la cobertura sobre el pago de dividendos y redención de acciones preferidas se situaría en 1.01x.

Gráfico 5
Cobertura del Flujo de Caja Operativo



Fuente: UPIV / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 6
Cobertura del Flujo de Inversión



Fuente: UPIV/ Elaboración: Moody's Local

UNIVERSAL POLICY INVESTMENT VEHICLE, LTD

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
TOTAL ACTIVOS	**4,669**	**4,816**	**7,465**	**7,076**	**9,073**	**10,276**
Efectivo	108	98	548	555	1,248	526
Depósitos en Bancos	200	200	200	100	0	0
Activo Corriente	**308**	**298**	**748**	**655**	**1,248**	**526**
Valores disponibles para la venta	3,821	4,265	5,685	6,135	7,785	9,700
Inversiones en valores	211	231	255	255	0	0
Activo No Corriente	**4,052**	**4,518**	**5,970**	**6,422**	**7,825**	**9,750**
TOTAL PASIVO	**1**	**0**	**541**	**452**	**574**	**0**
Redenciones por pagar	1	0	451	452	450	0
Dividendos por pagar	0	0	90	0	124	0
TOTAL PATRIMONIO NETO	**4,359**	**4,816**	**6,176**	**6,625**	**8,500**	**10,276**
Capital Común Clase B	37	42	55	60	78	96
Capital Pagado en Exceso	3,698	4,143	5,480	5,925	7,707	9,489
Utilidades retenidas	624	631	641	640	715	691

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Ingresos sobre inversiones	71	358	99	408	605	1,259
Gastos generales y administrativos	(15)	(50)	(9)	(54)	(47)	(48)
Utilidad Neta	**56**	**309**	**91**	**352**	**558**	**1,211**

UNIVERSAL POLICY INVESTMENT VEHICLE, LTD

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
RENTABILIDAD						
ROAA (*)	4.52%	5.20%	4.60%	4.36%	5.77%	7.16%
ROAE (*)	5.20%	5.41%	5.20%	4.65%	5.94%	7.16%
GENERACIÓN						
Flujo de Caja Operativo	58	318	183	362	568	1,726
Flujo de Caja Operativo anualizado	194	318	473	362	568	1,726
Flujo de Caja de Inversión	464	1,795	350	1,294	1,915	13,066
Flujo de Caja de Inversión anualizado	1,909	1,795	1,344	1,294	1,915	13,066
COBERTURAS						
FCO / Dividendos pagados	0.66x	1.00x	0.90x	0.66x	1.38x	1.33x
FCO + FCI / Dividendos pagados + Redención Acciones Preferentes	1.01x	1.00x	0.78x	0.70x	1.12x	1.02x

*Indicadores anualizados

Anexo I

Historia de Calificación

Universal Policy Vehicle, LTD.

Instrumento	Calificación Anterior (con información al 30.09.19)*	Calificación Actual (con información al 31.03.20)	Definición de Categoría Actual
Acciones Preferidas	a+.pa	a+.pa	Refleja alta capacidad de pagar las obligaciones referidas a las acciones preferidas.

**Sesión de Comité del 16 de enero de 2020*

Anexo II

Acciones Preferidas

Emisor	Universal Policy Investment Vehicle, LTD
Monto máximo por emisión:	US$22,765,781.00
Monto colocado al 31.03.20:	US$3,734,966
Fecha de colocación:	2008
Plazo:	NA
Amortización:	Trimestral

Anexo III

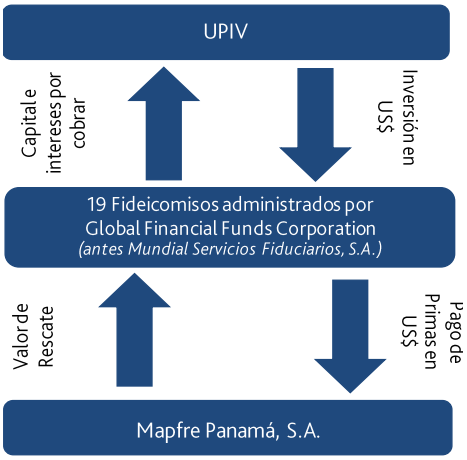
Análisis de la Estructura Calificada

Operaciones Productivas

Banvivienda , dueño inicial de las Acciones Tipo A, instruyó a UPIV a invertir sus activos en la adquisición de 19 Fideicomisos administrados por Mundial Servicios Fiduciarios (absorbida por Global Financial Funds Corporation), la cual realiza el pago anticipado de la prima de 19 pólizas de vida universal, todas emitidas en su momento por Aseguradora Mundial, actualmente administrada por Mapfre Panamá, S.A. De esta manera, UPIV cuenta con participación indirecta sobre las 19 pólizas a través de los diferentes fideicomisos. Estas pólizas fueron contratadas por personas naturales para contar con el beneficio de cobertura de un seguro de vida con un componente de ahorro. UPIV intervino en el proceso al pagar la prima de forma anticipada a través de los Fideicomisos, convirtiéndose así en el beneficiario titular de cada póliza, mientras que los contratantes quedan siendo los beneficiarios secundarios. Cabe indicar que los contratantes originales de las pólizas no realizan pago alguno por las inmuebles y otras garantías, además de los derechos contractuales sobre el componente de ahorro de cada póliza, equivalente a 6.25% anual sobre el valor de la prima.

A cambio de la inversión efectuada en los Fideicomisos, a UPIV se le entregaron Certificados de Participación Fiduciaria, los cuales le garantizaban un rendimiento de 6.25% anual, más el retorno del capital al vencimiento de las pólizas de vida universal, la misma que inicialmente se pactó para finales del 2023.

La estructura explicada anteriormente se presenta en el siguiente gráfico:



Fuente:UPIV/Moody's Local PA

Cambios en la Estructura Inicial de la Emisión

El 26 de agosto de 2016, UPIV solicitó a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) la modificación de los términos y condiciones de la emisión de las Acciones Preferidas Clase B, la misma que fue registrada mediante Resolución SMV No 690-16 de fecha 12 de octubre de 2016.

A continuación, se presentan los cambios solicitados por UPIV a la SMV de Panamá:

- **Opción de Redención:** Los términos y condiciones originales estipulaban que el Emisor se reservaba el derecho de redimir las Acciones Preferidas transcurridos 14 años a partir de la fecha de la emisión original, la misma que fue realizada mediante colocación privada en el 2008.

  Con los cambios registrados por la SMV, el Emisor se reserva el derecho de redimir las Acciones Preferidas de manera total o parcial en cualquier momento desde la fecha de emisión original (2008). Asimismo, el Emisor deberá notificar al inversionista su decisión de redimir total o parcialmente las Acciones Preferidas con al menos cinco (5) días de anticipación a la fecha en que se prevé realizar la redención, mediante comunicado enviado a la SMV y a la Bolsa de Valores de Panamá. Adicionalmente, en el supuesto que el Emisor decida realizar redenciones parciales, deberá notificar con la anticipación antes señalada a los inversionistas, indicando el porcentaje de acciones que va a redimir, el cual será aplicado a prorrata a todos los tenedores de las Acciones Preferidas.

- **Pago de Dividendos:** Con los términos y condiciones originales, el Emisor listó Acciones Preferidas Acumulativas de un valor nominal de US$1.00 cada una, las mismas que venían pagando un dividendo fijo de 6.0%. Cabe recordar que dichas Acciones Preferidas, que fueron objeto de una colocación privada, no poseen derecho a voz ni voto. Asimismo, todas las Acciones fueron emitidas en forma nominativa, representando una parte alícuota del capital del Emisor.

  Con los cambios registrados y aprobados por la SMV, el dividendo fijo de 6.0% cambia a un dividendo variable sujeto a las utilidades por rendimiento declaradas por la Sociedad de manera trimestral los días cinco del mes siguiente en que vence el correspondiente trimestre.

De acuerdo a la revisión efectuada por Moody's Local PA, no se prevé que los cambios en la estructura de la Emisión afecten de manera negativa la calificación asignada a las Acciones Preferidas, en virtud a que un mayor ritmo de amortización del principal beneficiaría la Emisión desde el punto de vista de capacidad de pago; mientras que un ajuste en los dividendos por pagar no constituye un aspecto que limite la calificación, debido a que el mismo ha sido aprobado por parte de los inversionistas que poseen el título.

Declaración de Importancia

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (http://www.moodyslocal.com) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2016, 2017, 2018 y 2019, así como Estados Financieros no Auditados al 31 de marzo de 2019 y 2020 de UPIV. Moody's Local comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Moody's Local no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente.

© 2020 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CALIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO PERO NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA IRRESPONSABLE E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.
TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.
LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY's y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY's o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY's y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo pero no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY's o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los $1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moodys.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].
Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY's, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.
Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.
Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.
Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

MOODY'S LOCAL