

Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias

Metodología Maestra

Este documento es una traducción de la metodología en inglés titulada "Non-Bank Financial Institutions Rating Criteria", publicada octubre de 2018, y reemplaza la traducción al español "Metodología Global de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias" de octubre de 2016.

Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Resumen y Estructura del Informe	3
I. Marco de las Calificaciones	4
II. Evaluación Individual/Intrínseca	17
III. Soporte	85
IV. Calificaciones de Emisión	96
Anexo 1: Variaciones Metodológicas	107
Anexo 2: Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias por Encima del Soberano	108
Anexo 3: Información Utilizada para Emitir y Mantener las calificaciones	109
Anexo 4: Uso de Pruebas de Estrés y Otras Herramientas en el Proceso de Calificación	111
Anexo 5: Sensibilidades de Calificación y Limitaciones	112
Anexo 6: Metodologías Relacionadas	114
Anexo 7: Indicadores Financieros y Definiciones por Subsectores	115

Metodologías Relacionadas

[Metodología de Calificación de Bancos \(Septiembre 2019\)](#)

Para metodologías relacionadas adicionales, ver Anexo 6.

Analistas

Nathan Flanders (Global)
+1 212 908-0827
nathan.flanders@fitchratings.com

Meghan Neenan, CFA (Norteamérica)
+1 212 908-9121
meghan.neenan@fitchratings.com

Mark Young, (EMEA y APAC)
+44 20 3530 1318
mark.young@fitchratings.com

Christian Kuendig (EMEA)
+44 20 3530 1399
christian.kuendig@fitchratings.com

Jonathan Lee (APAC)
+886 2 8175 7601
jonathan.lee@fitchratings.com

Verónica Chau Rodríguez (Latinoamérica)
+52 81 8399 9169
veronica.chau@fitchratings.com

Alcance

Este informe de metodología especifica la metodología de Fitch Ratings para asignar nuevas calificaciones, y monitorear las calificaciones existentes de instituciones financieras no bancarias (IFNB) a nivel global, incluyendo sociedades de corretaje de valores, administradores de inversiones (incluyendo compañías administradoras de inversiones y fondos de inversión), empresas de desarrollo de negocios (BDC por sus siglas en inglés), compañías de financiamiento y arrendamiento (incluidos fideicomisos de inversión inmobiliaria hipotecaria (REIT por sus siglas en inglés) e instituciones no bancarias de política económica), y compañías de infraestructura de mercados financieros (FMI por sus siglas en inglés). Con excepción de un número limitado de instituciones financieras con licencias bancarias, la metodología que se analiza en el presente informe no aplica a bancos; cuya metodología de calificación se detalla en la metodología de Fitch titulada "Metodología de Calificación de Bancos", o a compañías de seguros o REIT de capital.

Factores Clave de Calificación

Cinco Factores en la Evaluación Intrínseca: A menos que estén determinadas por soporte soberano, subnacional o institucional, la calificación de riesgo emisor (*Issuer Default Rating* o IDR, por sus siglas en inglés) se determina mediante una evaluación de su calidad crediticia fundamental. Al evaluar el perfil de desempeño intrínseco de una institución financiera no bancaria, Fitch considera cinco factores clave: el entorno operativo, el perfil de la compañía, la administración y la estrategia, el apetito de riesgo y el perfil financiero.

Si bien los primeros tres factores son relativamente comunes en instituciones financieras, la evaluación del apetito de riesgo y del perfil financiero de una empresa es más propio del subsector en donde opera la empresa.

Diferencias en el Balance General: Dentro de los subsectores de las instituciones financieras no bancarias, Fitch también hace diferencias en sus análisis para negocios que tienen un alto uso del balance general versus negocios con un bajo uso del balance general. Las métricas de rentabilidad para negocios con un gran uso del balance general están enfocadas en el rendimiento de los activos y del capital, mientras que las razones de apalancamiento están enfocadas en medidas de capitalización. En el caso de estrategias que se basan poco en los activos, los márgenes operativos son un indicador común de la rentabilidad, mientras que las razones de flujo de efectivo se utilizan para evaluar el apalancamiento.

Factores de Soporte: La forma más común de soporte incluida en las calificaciones de Fitch para las instituciones financieras no bancarias es el soporte institucional de parte de sus matrices. Al evaluar el soporte potencial, Fitch considera tanto la capacidad como la propensión del proveedor de soporte para brindar asistencia de manera oportuna. Por ejemplo, las calificaciones de subsidiarias financieras cautivas a menudo se benefician de una alta probabilidad de soporte dado que con frecuencia fortalecen la franquicia, los objetivos estratégicos y las perspectivas de ingresos de la empresa.

Si bien el soporte soberano es a menudo un factor de la calificación para las instituciones no bancarias de política económica, no es común para otras instituciones financieras no bancarias, dada su importancia sistémica más limitada.

Riesgos de Incumplimiento, Prospectos de Recuperación: Las calificaciones de una emisión de instituciones financieras no bancarias, al igual que las de otros sectores financieros corporativos, reflejan la opinión de Fitch del nivel general del riesgo de crédito ligado a compromisos financieros específicos, generalmente títulos. Este punto de vista incorpora una evaluación tanto de la probabilidad de incumplimiento (o riesgo de “impago”) de la obligación específica, como de las recuperaciones potenciales para los acreedores en caso de incumplimiento/impago.

Deuda Sénior Alineada con la IDR: Las calificaciones de las obligaciones sénior no garantizadas de una institución financiera no bancaria van generalmente igualadas a su IDR de largo plazo, aunque se les puede bajar en niveles o escalones de calificación si hay una subordinación efectiva y profunda o un alto gravamen del balance general.

Resumen y Estructura del Informe

I. Marco de las Calificaciones

Fitch asigna calificaciones de riesgo emisor y de emisión a las instituciones financieras no bancarias y sus obligaciones. Las dos calificaciones primarias de emisor son:

- IDR de largo plazo;
- IDR de corto plazo.

En circunstancias limitadas, Fitch también puede asignar calificaciones de soporte (SR por sus siglas en inglés), calificación de piso de soporte (SRF por sus siglas en inglés) y/o calificaciones como contrapartes de derivados (DCR por sus siglas en inglés) a instituciones financieras no bancarias. Para las definiciones completas de calificación, [haga clic aquí](#).

Fitch generalmente adopta un enfoque de “el más alto de” en la asignación de las IDR de largo plazo a instituciones financieras no bancarias. Específicamente, Fitch primero determina el nivel de la IDR de largo plazo que una institución financiera no bancaria pudiera obtener basándose únicamente en su fortaleza financiera individual o basada solamente en soporte, sea soporte soberano de las autoridades de gobierno (según se refleje en la SRF) o en soporte institucional, generalmente de los accionistas. Posteriormente, Fitch asigna (casi siempre) a la institución financiera no bancaria la IDR que resulte mayor de estos dos niveles si no existen restricciones extraordinarias representadas por el techo país (*Country Ceiling*).

II. Evaluación Individual

Una evaluación del perfil crediticio individual de una institución financiera no bancaria considera cinco factores clave:

- entorno operativo
- perfil de la compañía
- administración y estrategia
- apetito de riesgo
- perfil financiero

Para información sobre el aspecto de evaluación individual del marco de calificación de Fitch, [haga clic aquí](#).

III. Soporte

La fuente más común de soporte para las instituciones financieras no bancarias son los accionistas (soporte institucional); por ejemplo, cuando una matriz corporativa tiene una subsidiaria financiera. El soporte de autoridades de gobierno (soporte soberano) es un evento mucho menos frecuente para las instituciones financieras no bancarias que para los bancos dado el tamaño relativamente más pequeño y la influencia de una institución financiera no bancaria en el sistema financiero de un país. Si está presente, el soporte soberano está basado frecuentemente en el rol en la política económica de la institución financiera no bancaria y menos en su importancia sistémica. La opinión de Fitch acerca de la probabilidad de que se proporcione soporte externo en caso de ser necesario puede estar reflejada en la SR de la institución financiera no bancaria. Cuando Fitch considera que la forma más probable de soporte es el soporte soberano, esto también se ve reflejado en la SRF de la institución financiera no bancaria, la cual indica el nivel mínimo al que la IDR de largo plazo de la entidad puede caer por el nivel de soporte extraordinario asumido.

Los factores clave de calificación del soporte soberano son:

- capacidad del soberano para proveer soporte;
- propensión del soberano para proveer soporte al sector específico no bancario;
- propensión del soberano para proveer soporte a una institución financiera no bancaria.

Los factores clave de calificación del soporte institucional son:

- capacidad de la matriz para proveer soporte;
- propensión de la matriz para proveer soporte;
- obligaciones/limitantes legales y regulatorias.

Para información sobre el marco de Calificaciones de Soporte, [haga clic aquí](#).

IV. Calificaciones de Emisión

Las calificaciones de las emisiones de instrumentos sénior, subordinados/híbridos y otros instrumentos de las instituciones financieras no bancarias incorporan una evaluación tanto de la probabilidad de incumplimiento (o riesgo de “impago”) de la obligación específica, y (para calificaciones de largo plazo de instrumentos de deuda asignadas) de las recuperaciones potenciales para los acreedores en caso de incumplimiento/impago. Para más detalles, [haga clic aquí](#).

V. Anexos

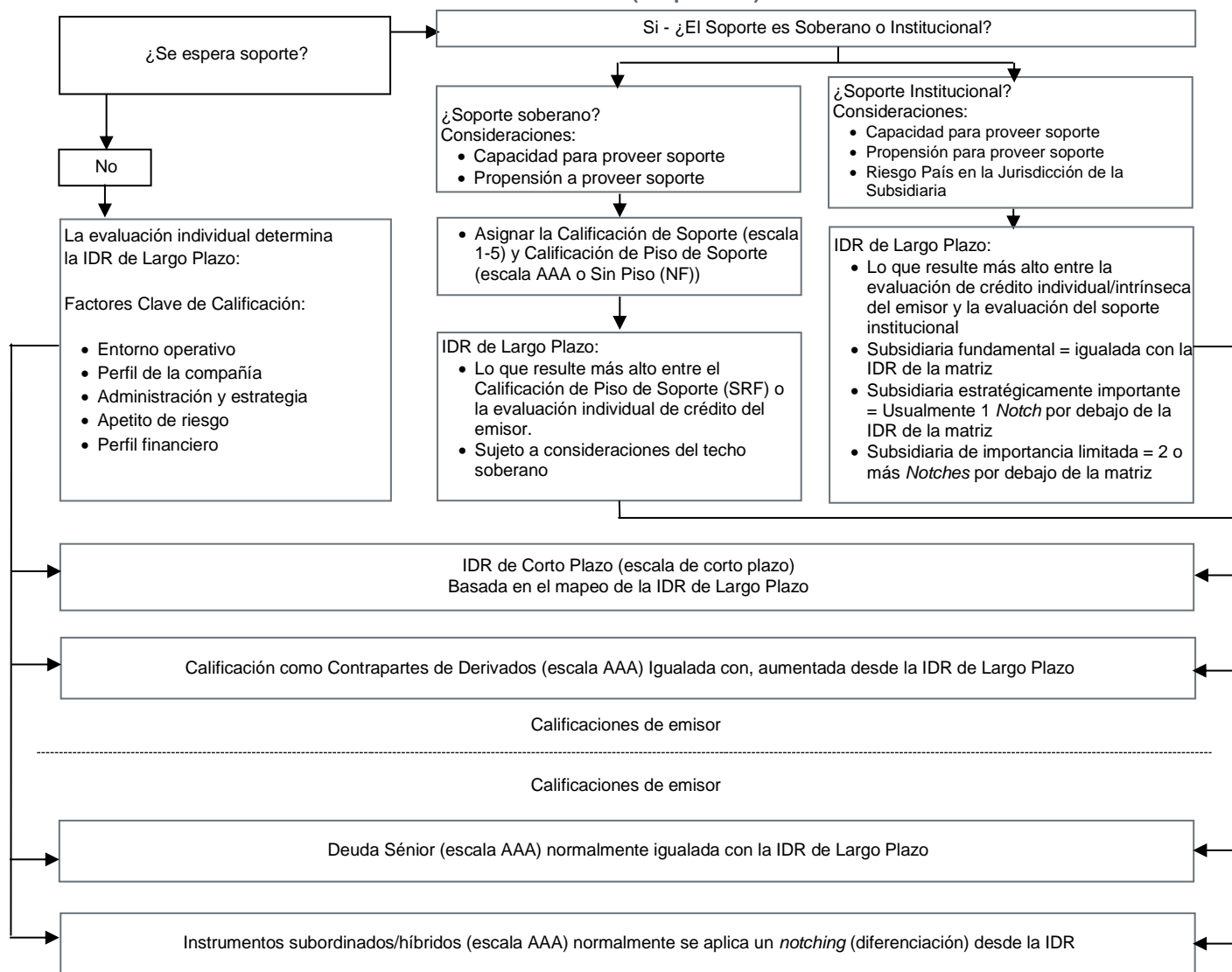
[Haga clic aquí](#) para información adicional sobre aspectos específicos de la metodología de calificación de instituciones financieras no bancarias, un resumen de puntos de referencia (*benchmarks*) y medidas cuantitativas por subsector de instituciones financieras no bancarias e información sobre ciertos procedimientos de calificación.

I. Marco de las Calificaciones

Esta sección brinda una visión general de las calificaciones en escala internacional y nacional asignadas a las instituciones financieras no bancarias y sus emisiones, indicando: lo que las distintas calificaciones miden, cuándo se asignan, las escalas sobre las cuales se asignan y cómo se determinan en términos generales los niveles de calificación. Esta sección revisa primeramente las calificaciones de riesgo emisor de una institución financiera no bancaria y posteriormente las calificaciones de emisión.

Las Secciones II, III y IV proporcionan más detalle sobre la metodología para asignar las IDR, SR y SRF, y las calificaciones de emisión respectivamente. Los lectores que no deseen revisar a detalle el marco de calificación de Fitch deberían ver estas secciones. Una versión simplificada del marco se presenta en la gráfica siguiente.

Marco de Calificaciones de Instituciones Financieras No Bancarias (Simplificado)



IDR de Largo Plazo – Calificación de riesgo emisor de largo plazo. IDR de Corto Plazo – Calificación de riesgo emisor de corto plazo

I.1. Calificaciones de Riesgo Emisor de Largo Plazo

Lo que Miden

Las IDR, para las instituciones financieras no bancarias como para los emisores en otros sectores, expresan la opinión de Fitch sobre la vulnerabilidad relativa de una entidad, de incumplimiento de sus obligaciones financieras. De acuerdo con las definiciones de calificación de Fitch, el riesgo de incumplimiento planteado por la IDR es generalmente el de las obligaciones financieras cuya falta de pago “reflejaría mejor el incumplimiento no subsanado de esa entidad”.

Para una pequeña población de instituciones financieras no bancarias, en su mayoría prudentemente reguladas, Fitch considera que las obligaciones cuya falta de pago reflejaría mejor el incumplimiento no subsanado, son generalmente obligaciones sénior con terceros acreedores no gubernamentales. Para el universo más grande de otras instituciones financieras no bancarias, Fitch por lo general considera que la falta de pago, tanto de obligaciones sénior como de obligaciones subordinadas a terceros acreedores no gubernamentales (incluyendo un intercambio forzado de deuda), reflejaría el incumplimiento no subsanado del emisor. Por lo tanto, para la mayoría de las instituciones financieras no bancarias, únicamente ciertos instrumentos híbridos que permiten contractualmente el impago mientras sea un negocio en marcha (por ejemplo, diferimiento de cupones) podrían caer fuera del alcance de la IDR. Para más detalles, ver: Lo que las IDR de una Institución Financiera No Bancaria Reflejan: Definición de Obligaciones de Referencia a continuación.

Lo que las IDR de una Institución Financiera No Bancaria Reflejan: Definición de Obligaciones de Referencia

Las IDR de una institución financiera no bancaria normalmente expresan la opinión de Fitch sobre el riesgo de incumplimiento de obligaciones sénior, obligaciones subordinadas (excepto por un pequeño número de instituciones financieras no bancarias reguladas de manera prudente), o cuando sea relevante, arrendamientos u otros contratos grandes con terceros acreedores no gubernamentales, que según el punto de vista de Fitch son típicamente las obligaciones cuyo impago reflejaría mejor el incumplimiento no subsanado de la entidad. De acuerdo con las definiciones de calificación de Fitch, y al igual que con los emisores en otros sectores, un incumplimiento de una institución financiera no bancaria puede darse de varias maneras, incluyendo la falta de pago de obligaciones más allá del periodo de gracia disponible, un rescate interno (o *bail-in*), un intercambio forzado de deuda o la entrada del emisor a procedimientos de quiebra.

Al considerar si una reestructura o intercambio de deuda debería ser clasificado como un intercambio forzado de deuda, Fitch espera que los dos siguientes sean aplicables: i) la reestructura impone una reducción relevante en sus términos, comparado con los términos contractuales originales; y ii) la reestructura o intercambio es llevado al cabo para evitar la quiebra, insolvencia o procedimientos de intervención (incluyendo resolución) o un incumplimiento de pago tradicional.

La SR y la SRF, en caso de ser aplicables, de una institución financiera no bancaria también califican para las mismas obligaciones de referencia, es decir, reflejan la opinión de Fitch sobre si el soporte externo será suficiente para una institución financiera no bancaria para evitar el incumplimiento de sus obligaciones relevantes con terceros acreedores no gubernamentales.

Los fundamentos de la definición de Fitch de las obligaciones de referencia para las IDR son los siguientes:

Obligaciones con Terceros vs Obligaciones Intragrupo

Las IDR de una institución financiera no bancaria no evalúan normalmente el riesgo de incumplimiento sobre fondeo de entidades bajo control común (por ejemplo, empresas controladoras/filiales o sociedades relacionadas no financieras) por tres razones principales. La primera, estas líneas de crédito no se pueden emitir; con las mismas expectativas de un acreedor no afiliado, por ejemplo, no se puede esperar siempre que el acreditado pagará, en vez de renovar, las líneas de crédito a su vencimiento. Segunda, Fitch no esperaría generalmente que hubiera un alto nivel de transparencia sobre si una entidad ha "incumplido" con una deuda intragrupo, por ejemplo, si una renovación ha sido "voluntaria" o "forzosa". Tercera, Fitch generalmente no consideraría a entidades bajo control común como los principales usuarios de sus calificaciones, ya que en la mayoría de los casos tendrían acceso directo y privilegiado a información sobre la situación financiera del acreditado.

Acreedores Privados vs Acreedores del Gobierno

Las instituciones financieras no bancarias se fundan en gran parte en el sector privado ya que generalmente no tiene acceso a fondeo de un banco central. Sin embargo, las instituciones financieras no bancarias que, por ejemplo, tiene un rol de política económica o que tienen una licencia bancaria pero que son considerados por Fitch como más afines a instituciones financieras no bancarias, pueden tener acceso a financiamiento del gobierno, particularmente durante periodos de estrés de mercado. En este caso, las IDR de las instituciones financieras no bancarias generalmente no evaluarán el riesgo de incumplimiento de las obligaciones adeudadas a los bancos centrales y demás instituciones nacionales de gobierno. Esto refleja la relación especial entre un banco central, como prestador de última instancia, y los emisores que se benefician de esta forma de financiamiento, y el hecho que, en donde las líneas de crédito adeudadas a los bancos centrales se renuevan o reestructuran, es probable que haya una ambigüedad considerable con respecto a si dicha reestructuración se debiera considerar como "voluntaria" o "forzosa". Además, con frecuencia será difícil determinar de manera oportuna si un emisor ha cumplido con la deuda adeudada a su banco central.

Diferentes Categorías de Obligaciones

En algunos casos, una institución financiera no bancaria puede incumplir en el pago de algunas categorías de deuda con terceros del sector privado mientras que continúa cumpliendo con otras. Cuando Fitch considera que hay considerablemente diferentes niveles de riesgo de incumplimiento en distintas categorías de pasivos sénior, las IDR evaluarán la categoría (relevante) con el riesgo más alto. Si una institución financiera no bancaria incumple en una categoría relevante de deuda sénior con terceros del sector privado, pero permanece al corriente en otras categorías, sus IDR se bajarán a "RD" (por sus siglas en inglés: Restricted Default) (Incumplimiento Restringido).

Cuándo Se Asignan

IDR de largo plazo se asignan virtualmente a todas las instituciones financieras no bancarias con calificaciones internacionales. Las principales excepciones son casos raros en donde una entidad emite exclusivamente deuda de corto plazo y por lo tanto se le puede asignar únicamente una IDR de corto plazo.

Cuando Fitch considera que es útil resaltar de manera separada el nivel del riesgo de incumplimiento de obligaciones en moneda extranjera y moneda local, puede asignar a una institución financiera no bancaria IDR de largo plazo en moneda extranjera (ME) y en moneda local (ML) independientes. Esto se puede realizar, por ejemplo, cuando la agencia considera que hay una diferencia relevante en el riesgo de incumplimiento de obligaciones en distintas monedas (por motivos intrínsecos o de soporte, o dado un mayor riesgo de restricciones legales en el servicio de la deuda en moneda extranjera) o cuando la asignación de una IDR en ML se utiliza como parte del proceso para derivar una Calificación Nacional de una institución financiera no bancaria (*ver Sección 1.8*).

Escala IDR de Largo Plazo

Categoría	Breve descripción
AAA	La más alta calidad crediticia
AA	Muy alta calidad crediticia
A	Alta calidad crediticia
BBB	Buena calidad crediticia
BB	Calidad crediticia especulativa
B	Calidad crediticia altamente especulativa
CCC	Riesgo de crédito substancial
CC	Niveles muy altos de riesgo de crédito
C	Niveles excepcionalmente altos de riesgo de crédito
RD	Incumplimiento restringido
D	Incumplimiento

Los modificadores '+' o '-' se pueden agregar a una calificación para indicar un estado relativo dentro de las categorías 'AA' a la 'CCC'.

[Haga clic aquí](#) para una descripción completa de cada categoría de calificación.

Fuente: Fitch Ratings

En Qué Escala

Las IDR de largo plazo se asignan en la escala 'AAA' (*ver tabla a la izquierda*).

Cómo Se Determinan

Fitch generalmente adopta un enfoque de "el más alto de" en la asignación de la IDR de largo plazo a instituciones financieras no bancarias. Específicamente, la agencia primero determina la IDR de largo plazo que una institución financiera bancaria pudiera obtener basándose únicamente en su fortaleza financiera intrínseca (*ver la Sección II, "Evaluación Individual"*); o basándose únicamente en el soporte (*ver la Sección III, "Soporte"*), ya sea soporte soberano de autoridades gubernamentales (según se refleje en la SRF) o soporte institucional, generalmente de accionistas. Fitch entonces (casi siempre) asigna la IDR de largo plazo que resulte mayor de estos dos niveles, en ausencia de restricciones extraordinarias representadas por el techo país.

En algunas instancias los perfiles de crédito de instituciones financieras no bancarias pueden deteriorarse relativamente rápido, mientras que en otras instancias pueden permanecer fundamentalmente débiles por periodos relativamente extendidos de tiempo (por ejemplo, en países en los que el soberano está calificado muy bajo, pero relativamente estable). El uso de los modificadores '+' o '-' en el rango 'CCC' es más probable para el último que para el primero.

En caso de existir soporte institucional, la IDR de largo plazo se basa en la opinión de Fitch de la importancia estratégica de la entidad frente a su matriz y en una evaluación de la propensión y capacidad de la matriz para proveer soporte a la subsidiaria. En muchos casos, como para algunas compañías de financiamiento cautivas, Fitch no puede formular una opinión de calificación individual de la subsidiaria cuando existen altos niveles de integración financieros, operacionales y administrativos con la entidad matriz. Por ejemplo, si la posición de la franquicia de la subsidiaria está altamente correlacionada con aquella de la matriz y/o el acceso a fondeo de la subsidiaria es altamente dependiente de la matriz, esto podría limitar la capacidad de Fitch de asignar una calificación individual a la subsidiaria.

Si a subsidiaria es pequeña y de un tamaño no sustancial en relación con la matriz, esto también puede limitar la capacidad de Fitch para asignar una calificación individual a la subsidiaria. Calificaciones individuales no son comúnmente asignadas a instituciones de desarrollo u otras instituciones financieras no bancarias cuyas operaciones estén ampliamente determinadas por sus roles de política (por ejemplo, tienen operaciones comerciales limitadas).

Escala IDR de Corto Plazo

Calificación	Breve descripción
F1	La más alta calidad crediticia de corto plazo
F2	Buena calidad crediticia de corto plazo
F3	Razonable calidad crediticia de corto plazo
B	Calidad crediticia de corto plazo especulativa
C	Alto riesgo de incumplimiento de corto plazo
RD	Incumplimiento restringido
D	Incumplimiento

Un modificador '+' se puede agregar a la calificación 'F1' para indicar una calidad crediticia excepcionalmente fuerte. [Haga clic aquí](#) para una descripción completa de cada categoría de calificación.

Fuente: Fitch Ratings

Tabla de Equivalencia de Calificación

Calificación de Largo Plazo	Calificación de Corto Plazo
De AAA a AA-	F1+
A+	F1 o F1+
A	F1
A-	F2 o F1
BBB+	F2
BBB	F3 o F2
BBB-	F3
De BB+ a B-	B
De CCC a C	C
RD	RD
D	D

Los modificadores '+' o '-' se pueden agregar a una calificación para indicar un estado relativo dentro de las categorías 'AA' a la 'CCC'. [Haga clic aquí](#) para una descripción completa de cada categoría de calificación.

Fuente: Fitch Ratings

En ciertas circunstancias, la IDR de largo plazo en moneda extranjera de una institución financiera no bancaria también se puede limitar en un nivel por debajo del implicado por el enfoque de “el más alto de”. Esto ocurre cuando la evaluación individual de la institución financiera no bancaria es mayor que el techo país de la jurisdicción en donde tiene su domicilio, y el techo país limita la IDR de largo plazo de la institución financiera no bancaria. La SR de una institución financiera no bancaria (a diferencia de su evaluación individual) ya plasma las limitaciones (el riesgo de transferencia y restricciones de convertibilidad) reflejadas en el techo país, y por lo tanto no se asignaría en un nivel que implique una IDR de largo plazo más alta que el techo país.

En raras ocasiones, la IDR de una institución financiera no bancaria podría estar por encima del nivel implícito en su evaluación individual. Esto podría ocurrir si la institución financiera no bancaria tiene suficientes niveles de pasivos de menor clasificación por debajo de los pasivos de referencia para su IDR que podrían ser reestructurados o rescatados internamente (*bailed-in*) para recapitalizar a la institución financiera no bancaria sin que los pasivos de referencia para sus IDR sufran un incumplimiento. Al determinar la suficiencia de sus reservas o colchones, Fitch utilizará los mismos principios de ‘deuda calificada junior’ establecidos en la Metodología de Calificación de Bancos.

Las IDR en ML son vistas generalmente como reflejo de la calidad del crédito subyacente de la compañía e incorporan riesgo económico/político y riesgos de liquidez y tipo de cambio. Aunque que las IDR en ML miden la posibilidad de repago en la moneda de la jurisdicción, no toman en cuenta la posibilidad de que puede no ser posible convertir la moneda local a divisa extranjera o hacer transferencias entre jurisdicciones soberanas (por ejemplo, riesgos de transferencia y convertibilidad).

Es importante destacar que la IDR en ML incorpora la probabilidad de incumplimiento por todas las obligaciones de deuda de un emisor (denominadas en moneda local y extranjera) en ausencia de riesgos de transferencia y convertibilidad. Esto toma en cuenta la probabilidad de que un emisor bajo estrés incumpla todas las obligaciones y que no escogerá instrumentos de deuda específicos para incumplir. Por lo tanto, cuando la IDR en ML está en o debajo del techo país, la IDR en ML y la IDR en ME estarán iguales virtualmente todo el tiempo.

I.2. Calificaciones de Riesgo Emisor de Corto Plazo

Lo que Miden

Al igual que para los emisores de otros sectores, las IDR de corto plazo reflejan la vulnerabilidad de las instituciones financieras no bancarias de incumplir en el corto plazo. Para las instituciones financieras no bancarias y para la mayoría de los demás emisores, el “corto plazo” significa normalmente hasta 13 meses.

Cuándo Se Asignan

Las IDR de corto plazo se asignan a todas las instituciones financieras no bancarias que tienen IDR de largo plazo, excepto cuando un emisor no tiene, y no se espera que tenga, obligaciones de corto plazo relevantes. El instrumento de corto plazo comúnmente más calificado por Fitch en el área de instituciones financieras no bancarias es el papel comercial (PC).

En Qué Escala

Las IDR de corto plazo se asignan en una escala de siete puntos (ver la tabla a la izquierda).

Cómo Se Determinan

Las IDR de corto plazo casi siempre se asignan de acuerdo con una tabla de equivalencia entre las IDR de largo plazo y las de corto plazo (*ver tabla a la izquierda*). Cuando la IDR de largo plazo

puede corresponder ya sea a dos IDR de corto plazo (y la IDR de largo plazo está determinada por el perfil individual de la institución financiera no bancaria), la IDR de corto plazo se determinará normalmente con base principalmente en la fortaleza del perfil de liquidez del emisor, por ejemplo, al considerar su nivel de activos líquidos, acceso a los mercados de capital o la amplitud de sus fuentes de financiamiento contingentes (*ver sección IV.1*).

Cuando la IDR de largo plazo está determinada por soporte, normalmente se asignará lo que resulte mayor entre las dos posibles IDR de corto plazo cuando el emisor sea calificado por debajo de la entidad soportadora. Esto debido a que Fitch generalmente observa la propensión a proveer soporte como más cercana en el corto plazo.

I.3. Calificaciones de Viabilidad

Lo que Miden

Únicamente en ocasiones excepcionales se asignan Calificaciones de Viabilidad (VR, por sus siglas en inglés) a las instituciones financieras no bancarias. Las VR se usan principalmente para medir la calidad crediticia intrínseca de un banco de manera individual, sin el beneficio de soporte del gobierno o soporte institucional. Ya que las instituciones financieras no bancarias normalmente no tienen la influencia sistémica de un banco, generalmente no tiene el potencial para recibir soporte soberano. En consecuencia, por lo general la medida del perfil crediticio individual de una institución no bancaria está incluida (*encompassed*) en la IDR de largo plazo.

Fitch asignará VR a instituciones financieras no bancarias únicamente en circunstancias limitadas; por ejemplo, para ayudar en la transparencia cuando las IDR están determinadas por soporte soberano externo o cuando la entidad tiene las características de un banco (incluyendo potencialmente licencias bancarias y una base depósitos), pero Fitch considera que la metodología de las instituciones financieras no bancarias es el principal determinante del análisis. Si se asigna una VR a una institución financiera no bancaria, sería de acuerdo con la metodología y los estándares aplicables para determinar el perfil crediticio individual de ese tipo de entidad, según se describe en este informe de metodología. Para mayor información sobre las Calificaciones de Viabilidad, refiérase a la Metodología de Calificación de Bancos.

Cuándo Se Asignan

Las VR pueden asignarse a IFNB cuando Fitch espera que la entidad sea beneficiaria de soporte soberano, sea por su importancia sistémica o rol de política, y cuando Fitch también cree que tiene suficiente información para determinar el perfil individual de la entidad independientemente de los atributos del proveedor de soporte soberano asociado.

Las VR pueden también asignarse a una IFNB cuando Fitch espera que la entidad sea beneficiaria de soporte institucional y Fitch también cree que tiene información suficiente para determinar el perfil de crédito intrínseco de la entidad independientemente de los atributos del proveedor de soporte institucional asociado.

En la práctica, Los VR son rara vez asignados a IFNB derivadas del soporte institucional dados los retos asociados con la determinación del perfil de riesgo de crédito intrínseco de la entidad independientemente de los atributos del patrocinador asociado institucional, más notablemente incluyendo la franquicia intrínseca y el perfil de fondeo de la entidad. Además, una IFNB rara vez muestra límites estructurales o regulatorios en flujos de capital a sus compañías matrices, la ausencia de los cuales incrementa la probabilidad de que el perfil de riesgo de crédito de la entidad esté correlacionado con el de su matriz, en vez de apropiadamente expresado en una base individual. Las restricciones regulatorias en flujos de capital impuestas en ciertas compañías de infraestructuras

del mercado financiero son un ejemplo potencial donde una VR podría acompañar una IDR derivada de soporte institucional.

1.4. Calificaciones de Soporte

Lo que Miden

Las Calificaciones de Soporte de Fitch reflejan el punto de vista de la agencia sobre la probabilidad de que una institución financiera no bancaria recibirá soporte extraordinario, en caso de necesitarlo, para prevenir que incumpla. El soporte extraordinario típicamente proviene de una de dos fuentes: los accionistas de la entidad calificada (soporte institucional) o las autoridades nacionales del país en donde tiene su domicilio (soporte soberano). No obstante, en algunas circunstancias las SR también pueden reflejar el soporte potencial de otras fuentes, por ejemplo, instituciones financieras internacionales, gobiernos regionales o adquirentes esperados de la entidad calificada.

En algunos casos, Fitch puede determinar que la probabilidad de que una institución financiera no bancaria reciba soporte externo es sustancialmente diferente con respecto a sus obligaciones en moneda extranjera y local. Esto puede ocurrir, por ejemplo, cuando el soberano que es el proveedor potencial del soporte tiene en sí IDR en moneda extranjera y en moneda local asignadas en diferentes niveles. En dichos casos, la SR (y SRF) de una institución financiera no bancaria se asignará con base en las obligaciones con menos probabilidad de que se les brinde soporte (usualmente, aquellas en moneda extranjera), mientras que las IDR en moneda extranjera y en moneda local de la institución financiera no bancaria se pueden asignar en diferentes niveles para reflejar la diferencia en el riesgo.

Las SR no se refieren específicamente al riesgo de transferencia y convertibilidad para todas y cada una de las jurisdicciones en el que una institución financiera no bancaria opera, ni refleja los riesgos de resolución específicos de la jurisdicción.

Cuándo Se Asignan

Se pueden asignar SR a instituciones financieras no bancarias que Fitch espera sean beneficiarias de soporte soberano, subnacional o institucional.

En Qué Escala

Las Calificaciones de Soporte se asignan en una escala de cinco puntos, el '1' representando una probabilidad extremadamente alta de soporte y el '5' indicando que no se puede depender en el soporte.

Cómo Se Determinan

La metodología de Fitch para evaluar la probabilidad de soporte externo para una institución financiera no bancaria se describe en la Sección III de este informe. Ya sea que considere soporte soberano o institucional, Fitch analizará tanto la capacidad y la propensión de la entidad de soporte para brindar asistencia a la institución financiera en cuestión y, en caso de soporte institucional, las restricciones potenciales que pueden ser impuestas a la institución como resultado de riesgo soberano. Una vez que la IDR derivada de soporte institucional o la SRF de una institución financiera no bancaria ha sido determinada, su SR es determinada de acuerdo con la "Tabla de Correspondencia de Escala de Calificación de Soporte" mostrada abajo.

I.5. Calificación de Piso de Soporte

Lo que Miden

Las SRF reflejan el punto de vista de la agencia acerca de la probabilidad de que la entidad calificada recibirá soporte extraordinario, en caso de necesitarlo, específicamente de autoridades de gobierno. Esto significa normalmente de parte de las autoridades nacionales del país en donde la institución financiera no bancaria tiene su domicilio, aunque en algunos casos Fitch también puede incluir en su evaluación el soporte potencial de instituciones de gobierno subnacionales o internacionales obedeciendo a los factores descritos en la Sección III.1. Por lo tanto, las SRF no plasman la posibilidad de soporte institucional de los accionistas de la entidad. Las SRF indican el nivel mínimo al que las IDR de largo plazo de la entidad pudieran caer si la agencia no cambia su opinión sobre el soporte soberano potencial.

Las SRF no consideran específicamente los riesgos de transferencia y convertibilidad para todas y cada una de las jurisdicciones extranjeras en que una institución financiera no bancaria opera, ni reflejan los riesgos de resolución específicos de la jurisdicción.

Cuándo Se Asignan

Las SRF se asignan a instituciones financieras no bancarias en donde Fitch considera que la fuente más probable de soporte extraordinario potencial son las autoridades de gobierno, en vez de los accionistas de las instituciones financieras no bancarias. Por ejemplo, Fitch puede asignar una SRF a una institución financiera no bancaria que muestre importancia sistémica o sirva como componente fundamental de la infraestructura del mercado financiero. También se pueden asignar cuando se considera que el soporte institucional (accionista) es más confiable, sin embargo la agencia considera que sería útil indicar también el nivel al cual sería poco probable que las calificaciones bajaran debido al soporte del gobierno.

En Qué Escala

Las SRF se asignan en la escala de calificación 'AAA'. Una SRF de 'Sin Piso' ('NF' por sus siglas en inglés: No Floor) se asigna cuando no hay un supuesto razonable de un eventual soporte soberano.

Tabla de Correspondencia de Escala de Calificación de Soporte

IDR / IDR implícita basada en soporte (SRF para soporte soberano)

IDR / IDR implícita basada en soporte (SRF para soporte soberano)	Probabilidad de Soporte	Calificación de Soporte
A- o mayor	Una institución financiera no bancaria para la cual hay una probabilidad extremadamente alta de soporte externo. El proveedor potencial de soporte está altamente calificado en sí y tiene una propensión muy alta a proveer soporte a la institución financiera no bancaria en cuestión.	1
Categoría BBB	Una institución financiera no bancaria para la cual hay una alta probabilidad de soporte externo. El proveedor potencial de soporte está altamente calificado en sí y tiene una alta propensión a proveer soporte a la institución financiera no bancaria en cuestión.	2
Categoría BB	Una institución financiera no bancaria para la cual hay una probabilidad moderada de soporte dadas las incertidumbres sobre la capacidad o propensión de soporte del proveedor potencial para hacerlo.	3
B+ o B	Una institución financiera no bancaria para la cual hay una probabilidad limitada de soporte dadas las incertidumbres significativas sobre la capacidad o propensión de soporte de cualquier posible proveedor para hacerlo.	4
B- o menor	Una institución financiera no bancaria para la cual hay posibilidad de soporte externo, más en el cual no se puede depender. Esto puede ser debido a una falta de propensión a proveer soporte o debido a una capacidad financiera muy débil para hacerlo.	5

Fuente: Fitch Ratings.

Cómo Se Determinan

La metodología de Fitch para evaluar la probabilidad de soporte soberano para una institución financiera no bancaria y para asignar su SRF, se define en la Sección III.1 de este informe. Fitch analiza la capacidad del soberano para proveer soporte, su propensión a proveer soporte en específico al sector no bancario como un todo y su propensión a proveer soporte a la institución financiera no bancaria específica en cuestión. La “Tabla de Correspondencia de Escala de Calificación de Soporte” mostrada arriba es usada para vincular la Calificación de Soporte de instituciones financieras no bancarias y su IDR derivada de soporte institucional o la SRF. La tabla puede ser leída de izquierda a derecha o de derecha a izquierda, dependiendo de si la IDR derivada de soporte/SRF o la SR es determinada primero.

I.6. Calificaciones como Contraparte de Derivados

Lo que Miden

En algunas jurisdicciones, los desarrollos en marcos de resolución o marcos de insolvencia significan que la vulnerabilidad para el incumplimiento en un contrato de derivados podría ser más baja que la vulnerabilidad para el incumplimiento en otros pasivos preferentes, aun en los igualmente calificados. Esto puede ser debido a que los derivados gozan de preferencia legal sobre, digamos, deuda sénior o por los poderes otorgados a las autoridades de resolución para tratar de forma diferente a pasivos clasificados igualmente.

Las DCR son calificaciones a nivel del emisor y expresan la opinión de Fitch sobre la vulnerabilidad relativa de incumplimiento de una institución financiera no bancaria, debido a la incapacidad de pagar, por cualquier contrato de derivados con terceros, contrapartes no gubernamentales. “Estancias” a corto plazo en derivados al comienzo de un procedimiento de resolución no sería considerado un incumplimiento.

La vulnerabilidad para incumplir puede variar aún dentro de esta clase de exposición (por ejemplo, exposición a derivados con colateral o derivados compensados que sean menos vulnerables a incumplimiento que los no colateralizados). Las DCR abordan la vulnerabilidad para incumplir en el tipo más riesgoso de exposición de contraparte, que Fitch asume, ya sea conjuntamente o aisladamente, será una exposición a derivado no colateralizado.

A menos que Fitch explícitamente asigne calificaciones a nivel de subsidiaria extranjera, las DCR aplican tanto a pasivos por derivados domésticos y a aquellos originados por subsidiarias extranjeras. Sin embargo, no abordan específicamente el riesgo de transferencia y convertibilidad para todas y cada una de las jurisdicciones en las que una institución financiera no bancaria opera, ni reflejan los riesgos de resolución de la jurisdicción específica.

Cuándo Se Asignan

Fitch solamente asigna DCR a instituciones financieras no bancarias específicas que puedan ser sujetas a resolución en ciertas jurisdicciones en las que: i) Fitch considere que las contrapartes de derivados puedan ser capaces de evitar el incumplimiento cuando otros acreedores sénior sufran incumplimiento (por ejemplo, debido a un régimen de resolución efectivo y/o clara preferencia legal por contrapartes de derivados) y ii) un emisor actúa como una contraparte notable de derivado, nacional o internacionalmente, actúa como contraparte de derivado en transacciones calificadas por Fitch (por ejemplo financiamiento estructurado) o cuando Fitch entiende de alguna manera que existe interés de mercado.

Dado que las instituciones financieras no bancarias rara vez se benefician de marcos de resolución formalizados comparables como los bancos, Fitch espera que la aplicación de las DCR a instituciones financieras no bancarias individuales sea limitada a un pequeño número de corredores de bolsa y FMI.

En Qué Escala

Las DCR son asignados en la escala 'AAA', pero con un sufijo '(dcr)' (ver tabla a la izquierda).

Cómo Se Determinan

Las DCR están ancladas a la IDR de largo plazo de una entidad y estarán en línea con la IDR de largo plazo de una entidad, excepto en las siguientes circunstancias. Una DCR estará por encima de la IDR de una institución financiera no bancaria cuando: i) la IDR de largo plazo de una institución financiera no bancaria esté dirigida por su VR o evaluación individual o esté alineada con la IDR de la matriz debido a integración. La matriz y la subsidiaria deberán estar ubicadas en la misma jurisdicción y la fungibilidad de capital/liquidez normalmente se esperaría que fuera alta; ii) hay clara preferencia legal por contrapartes de derivados sobre deuda sénior y/u otros instrumentos sénior (o se espera que esto ocurra dentro de un horizonte de calificación típico); y iii) Fitch considera que estos (legalmente junior) pasivos sénior son de tamaño suficiente para evitar una liquidación y absorber pérdidas, ya sea por medios estatutarios, medios contractuales o un intercambio forzoso de deuda, sin desatar un incumplimiento en cualquier contraparte de derivados.

Al decidir si diferenciar positivamente la calificación, Fitch usa los mismos principios de volumen de recapitalización que son usados al determinar si se hace una diferencia en la IDR por encima del nivel implícito de la evaluación individual de una institución financiera no bancaria (ver 1.1 Calificaciones de Riesgo Emisor de Largo Plazo: Cómo se determinan). Así como las IDR, las DCR están sujetas a los techos país y otras restricciones soberanas, por ejemplo, relacionadas con el riesgo de intervención (como se describe en el Anexo 2: Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias por Encima del Soberano). Las DCR están topadas un nivel por encima de la IDR de una entidad cuando las IDR están en el rango 'BB' o más alto, pero su alza potencial puede ser mayor cuando las IDR estén en el rango 'B' o menor.

En algunas instancias los perfiles de crédito de instituciones financieras no bancarias pueden deteriorarse relativamente rápido, mientras que en otras instancias pueden permanecer fundamentalmente débiles por periodos relativamente extendidos de tiempo (por ejemplo, en países en los que el soberano está calificado muy bajo, pero relativamente estable). El uso de los modificadores '+' o '-' en el rango 'CCC' de DCR es más probable para el último que para el primero.

1.7. Calificaciones de Emisión

Lo que Miden

Las calificaciones de emisión de las instituciones financieras no bancarias, al igual que las de otros sectores financieros corporativos, reflejan la opinión de Fitch del nivel general del riesgo de crédito ligado a compromisos financieros específicos, generalmente títulos. Este punto de vista incorpora una evaluación de la probabilidad de incumplimiento (o riesgo de "impago" en el caso de instrumentos subordinados/híbridos) de la obligación específica, y de las recuperaciones potenciales para los acreedores en caso de incumplimiento/impago. Las calificaciones de emisión de corto plazo de una institución financiera no bancaria, como las de otros sectores, únicamente incorporan una evaluación del riesgo de incumplimiento del instrumento.

Escala de Calificación de Contraparte de Derivados

Categoría	Breve Descripción
AAA(dcr)	La más alta calidad crediticia
AA(dcr)	Muy alta calidad crediticia
A(dcr)	Alta calidad crediticia
BBB(dcr)	Buena calidad crediticia
BB(dcr)	Calidad crediticia especulativa
B(dcr)	Calidad crediticia altamente especulativa
CCC(dcr)	Riesgo de crédito sustancial
CC(dcr)	Muy altos niveles de riesgo de crédito
C(dcr)	Excepcionalmente altos niveles de riesgo crediticio
RD(dcr)	Incumplimiento restringido
D(dcr)	Incumplimiento

Los modificadores '+' o '-' se pueden agregar a una calificación para denotar el estado relativo dentro de las categorías de 'AA' a 'CCC'. Haga clic aquí para obtener descripciones completas de cada categoría de calificación. Fuente: Fitch Ratings.

El incumplimiento de instrumentos subordinados/híbridos por parte de una institución financiera no bancaria se define como cualquiera de los siguientes:

- la falta de pago (omisión o diferimiento) de un cupón o distribución similar;
- conversión contingente a un instrumento más junior en detrimento del inversionista (distinto a la opción del inversionista);
- el castigo, la cancelación, conversión o falta de pago de capital;
- un canje forzoso de deuda.

Cuándo Se Asignan

Las calificaciones de emisión se pueden asignar a obligaciones individuales o programas de deuda de instituciones financieras no bancarias.

En Qué Escala

Escala de Calificación de Recuperación (*Recovery Rating*)

Calificación	Prospectos de recuperación dado el incumplimiento	Recuperaciones históricas típicas (%)	Escalonamiento (<i>Notching</i>) de la Calificación de la Emisión ^a
RR1	Sobresaliente	91–100	+3
RR2	Superior	71–90	+2
RR3	Buena	51–70	+1
RR4	Promedio	31–50	0
RR5	Por debajo del promedio	11–30	(1)
RR6	Pobre	0–10	(2) ^b

[Haga clic aquí](#) para una descripción completa de cada calificación. ^a Relativa al nivel del riesgo de incumplimiento.

^b Las definiciones de Fitch de la RR permiten tres *notches* menos en caso de 'RR6'; no obstante, Fitch no aplica un *notching* de más de dos peldaños a las emisiones de una institución financiera.

Fuente: Fitch Ratings.

Las emisiones de una institución financiera no bancaria con un vencimiento inicial de más de 13 meses generalmente se califican en la escala de calificación de largo plazo, mientras que a las emisiones con un vencimiento inicial de menos de 13 meses generalmente se les asignan calificaciones en la escala de calificación de corto plazo. Que Fitch califique las emisiones en la escala de calificación de corto o de largo plazo, también dependerá de la convención del mercado y la regulación local.

Cuando una institución financiera no bancaria (o corporativo) tiene una IDR de largo plazo de 'B+' o menor, Fitch también por lo regular asigna una calificación de recuperación (RR, por sus siglas en inglés: *Recovery Rating*) a las emisiones de la entidad calificadas en la escala de largo plazo. Las RR brindan una mayor transparencia sobre el componente de recuperación de la evaluación de Fitch sobre el riesgo de crédito de los instrumentos de los emisores con calificaciones bajas.

Cómo Se Determinan

Para emisiones de largo plazo de una institución financiera no bancaria, Fitch primero determina la probabilidad de incumplimiento/impago de una obligación específica, la cual es medida en la escala de calificación de 'AAA' de largo plazo. Esto determinará si la calificación será igualada, o se aplica un escalonamiento (*notching*) desde la IDR de largo plazo la cual sirve como la "calificación ancla" para la calificación de la emisión.

Habiendo establecido el nivel del riesgo de incumplimiento/impago de la emisión, Fitch entonces puede ajustar el mismo hacia arriba o hacia abajo para llegar a la calificación de la emisión si la agencia considera que el instrumento tiene prospectos de recuperación por encima o por debajo el promedio. Cuando se considera que los prospectos de recuperación son promedio, la calificación de

la emisión estará a la par con la evaluación del riesgo de incumplimiento/impago. El alcance de un ajuste potencial hacia arriba/abajo en la calificación de la emisión basado en los prospectos de recuperación del instrumento se muestra en la tabla de arriba.

El enfoque de Fitch para asignar calificaciones de emisión a distintas clases de instrumentos emitidos por instituciones financieras no bancarias se describe en la Sección IV de este informe.

I.8 Calificaciones Nacionales

Lo que Miden

Las calificaciones de escala nacional son una opinión de la calidad crediticia relativa al universo de emisores y emisiones dentro de un solo país.

Cuándo Se Asignan

Las calificaciones de escala nacional son más comúnmente usadas en países de mercados emergentes con calificaciones soberanas por debajo o de bajo grado de inversión en la escala internacional.

En Qué Escala

Las calificaciones de escala nacional son asignadas en las escalas de calificación de largo plazo ('AAA') y de corto plazo ('F1') pero con un sufijo de país para identificarlas como calificaciones de escala nacional. Las emisiones transfronterizas (*cross-border*) tienen el sufijo del país en el que la deuda ha sido emitida, más que del país del domicilio del emisor. En algunos países con unión monetaria, un sufijo único puede ser aplicado (por ejemplo, el sufijo 'zaf' para las Calificaciones Nacionales de Sudáfrica y Namibia).

Cómo Se Determinan

Las calificaciones en escala nacional son asignadas en la base de que los "mejores créditos o emisores" en el país son calificados 'AAA' en la escala nacional. Las calificaciones nacionales son evaluadas usando el rango completo de la escala nacional basado en un análisis comparativo de emisores calificados bajo la misma escala nacional para establecer una calificación relativa de solvencia.

Fitch utiliza la Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias para asignar calificaciones de escala nacional a instituciones financieras no bancarias, ya que describe cómo Fitch evalúa los factores cualitativos y cuantitativos relevantes que reflejan el perfil de riesgo de los emisores y sus obligaciones financieras. El proceso de evaluación de calificación utiliza el mismo marco de calificación que para calificaciones internacionales, por ejemplo, una combinación de análisis intrínseco y de soporte externo.

Fitch adopta los siguientes pasos para asignar calificaciones de escala nacional:

- 1) Usando ya sea pares internacionales o domésticos como un punto de inicio, se lleva a cabo un análisis comparativo usando los factores cualitativos y cuantitativos de la Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias. Este proceso facilita un posicionamiento inicial relativo y una clasificación de riesgo de crédito, ambos con respecto a otros emisores pares dentro de un país y/o internacionalmente.
- 2) Fitch utiliza tablas de equivalencia, cuando es relevante, para asegurar relatividades entre emisores en la escala internacional y la más granular, la escala de calificación nacional de largo plazo específica de país se mantiene.

- 3) Cuando sean asignadas, las calificaciones nacionales a corto plazo son las entonces determinadas usando el mismo proceso y principios descritos en la sección I.2 de este informe. Las calificaciones de escala nacional de una emisión a corto plazo están alineadas con la calificación nacional del emisor de corto plazo de una institución financiera no bancaria a menos que haya circunstancias excepcionales (por ejemplo una emisión específica es garantizada por un tercero).
- 4) Las calificaciones de deuda a largo plazo de escala nacional están alineadas con o diferenciadas desde la calificación nacional a largo plazo de un emisor, usando el mismo marco descrito en la sección IV de este informe.

Fitch no publica reportes Navigator para calificaciones nacionales.

II. Evaluación Individual/Intrínseca

Al evaluar el perfil individual de una institución financiera no bancaria Fitch considera cinco factores clave: entorno operativo, perfil de la compañía, administración y estrategia, el apetito de riesgo y el perfil financiero. Fitch asigna niveles específicos (*notch-specific*) en la escala aaa al nivel de factor y/o sub-factor para cada una de estas categorías. Mientras que los enfoques analíticos para los primeros tres factores son relativamente comunes en bancos y en instituciones financieras no bancarias, la evaluación del apetito de riesgo y del perfil financiero de una empresa es más propio del subsector en donde opera la empresa.

Puede haber casos en donde la evaluación del perfil crediticio de una entidad incluya componentes de la metodología para bancos e instituciones financieras no bancarias. Por ejemplo, varias entidades no bancarias se han transformado en empresas controladoras bancarias/financieras y/o adquirieron subsidiarias bancarias desde la crisis financiera en un esfuerzo por tener acceso a un fondeo de depósitos más estable. Algunos ejemplos incluyen a compañías de tarjetas de crédito, empresas de financiamiento de autos, prestadores comerciales y corredores/puestos de bolsa. En estos casos, Fitch considera la manera en que el perfil crediticio de la entidad se compara con los bancos y las instituciones financieras no bancarias que realizan actividades similares. En cualquier caso, Fitch esperaría señalar la metodología principal en el Comentario de Acción de Calificación relacionado y, si es pertinente, en el Navegador (*Rating Navigator*).

Todos los factores son relevantes para determinar el perfil de riesgo de crédito intrínseco de una institución financiera no bancaria pero su importancia relativa varía de institución a institución dependiendo del entorno operativo y las características de cada institución y pueden cambiar con el tiempo. Por ello, Fitch no asigna ponderaciones fijas a cada factor, sino que asigna la importancia relativa de cada factor clave de calificación en la determinación del perfil de riesgo de crédito individual de una cierta institución. El indicador de importancia relativa, así como el indicador de tendencia/perspectiva para cada factor clave de calificación y cada subfactor de perfil financiero, es generalmente publicado por Fitch en sus Navegadores.

La evaluación que hace Fitch del entorno operativo de una institución financiera no bancaria tiene por lo general, influencia en la evaluación de otros factores crediticios. Esto se debe a que el entorno operativo puede afectar, por ejemplo la vulnerabilidad de la calidad de activos y el capital de la institución financiera no bancaria, la sostenibilidad de sus ganancias y la estabilidad de su fondeo. El entorno operativo puede también afectar las evaluaciones de factores no financieros por ejemplo, la calidad de la franquicia (perfil de la compañía) de la institución financiera no bancaria, la capacidad para ejecutar su estrategia (administración y estrategia) y los riesgos relacionados con sus prácticas de originación (apetito de riesgo).

El entorno operativo actuará típicamente como un límite en la calificación de crédito intrínseca y en otros factores clave de calificación, fuera de los casos en que una institución financiera no bancaria pueda demostrar una capacidad para aislarse del(os) ambiente(s) en los que opera.

Consideraciones Clave del Marco de Calificación de Riesgo Emisor

	Sociedades de Corretaje de Valores	Administradores de Inversiones ^a	Empresas de Desarrollo de Negocios	Financiamiento y Arrendamiento ^b	Compañías de Infraestructura de Mercados Financieros
Entorno Operativo	Evaluación implícita basada en dos métricas fundamentales, PIB per cápita y el Índice de Facilidad para Hacer Negocios del Banco Mundial				
Perfil de la Compañía	Franquicia, modelo de negocio, estructura organizacional				
Administración y Estrategia	Calidad de la administración, gobierno corporativo, objetivos estratégicos, ejecución				
	Riesgo operativo	Riesgo operativo (AI, FI)/ estándares de originación (CI)	Estándares de originación	Estándares de originación	Riesgos operativos, de reputación y legales
Apetito de Riesgo	Controles de riesgo	Controles de riesgo	Controles de riesgo	Controles de riesgo	N.A. ^c
			Crecimiento		
	Riesgos de mercado	Riesgos de Mercado y Riesgo de Contraparte	Riesgo de mercado	Riesgo de mercado	Gestión de riesgos de contraparte
Perfil Financiero	Calidad de activos	Desempeño de activos (AI, CI, FI)/ Calidad de Activos (CI)	Calidad de activos	Calidad de activos	Exposición por riesgo de contraparte
			Ganancias y rentabilidad		
			Capitalización y apalancamiento		
			Fondeo, liquidez y cobertura		

^a Incluye administradores de activos alternativos y tradicionales (AI), compañías de inversiones (CI) y fondos de inversión (FI).

^b Incluye fideicomisos de inversión inmobiliaria hipotecaria (REIT).

^c No implica que no se consideran los controles de riesgos, sino que la evaluación está integrada en las secciones "Riesgos Operativos, de Reputación y Legales" y "Gestión de Riesgos de Contraparte". N.A. - No aplicable.

Fuente: Fitch Ratings.

Para cada factor de calificación, Fitch ha proporcionado matrices por categorías de subfactor/calificación que proporcionan características representativas de esa categoría de calificación. Estas características no son necesariamente una revisión exhaustiva y determinante de ese factor o sub-factor. Por ejemplo, una institución financiera no bancaria puede cumplir algunas de las características asociadas con más de una categoría o algunas de las características pueden no aplicar en lo absoluto debido a las particularidades del perfil de la institución financiera no bancaria. En esos casos, Fitch aplicará la categoría que mejor corresponda.

El marco de la evaluación intrínseca considera cinco factores clave de calificación:

- entorno operativo;
- perfil de la compañía;
- administración y estrategia;
- apetito de riesgo;
- perfil financiero.

Los primeros cuatro factores clave de clasificación listados anteriormente son predominantemente cualitativos. Sin embargo, Fitch utiliza medidas cuantitativas en su evaluación del entorno operativo y cuando se encuentren disponibles y sean relevantes, en su evaluación de otros factores. Esas medidas pueden incluir , cuotas de mercado y huella comercial (perfil de la compañía) y estructura de límites (administración de riesgos). Estos factores cualitativos, individualmente o en combinación, proporcionan el contexto en el que las métricas financieras cuantitativas son evaluadas. Se proporciona mayor detalle en las secciones siguientes.

El marco de evaluación de factores y subfactores de Fitch se basa en la consideración de características 'fundamentales' y complementarias. Las características fundamentales están presentes en el análisis de todas o la mayoría de las instituciones financieras no bancarias y en la mayoría de las circunstancias. Las características complementarias están presentes en algunas pero

no en todas las circunstancias. Todas las características están consideradas en la aplicación de la metodología, pero cuando una característica no está presente o es inmaterial para el perfil de crédito, no hará contribución alguna al análisis o será una contribución limitada. La materialidad e influencia de cada característica en el análisis de cada factor y subfactor varía por institución. Una característica complementaria podría tener una influencia elevada en el análisis intrínseco, particularmente si el factor de calificación que la característica sustenta es un indicador clave de la calificación.

Referencia de Páginas por Factor Clave de Calificación y Subsector IFNB

	Entorno Operativo	Perfil de la Compañía	Administración y Estrategia	Apetito de Riesgo	Perfil Financiero
Corretaje de Valores (<i>Securities</i>)	21-26	26-29	30-33	34-37	56-60
Administradores de Inversiones	21-26	26-29	30-33	37-40	61-66
Empresas de Desarrollo de Negocios	21-26	26-29	30-33	40-43	67-72
Compañías de Financiamiento y Arrendamiento	21-26	26-29	30-33	43-45	73-80
Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero	21-26	26-29	30-33	46-48	81-84

Fuente: Fitch Ratings.

Para los efectos de este informe de metodología, Fitch divide al universo de instituciones financieras no bancarias en cinco subsectores, pero reconoce que puede haber emisores cuyo modelo de negocio abarque varios componentes de estos subsectores o que se encuentren fuera de los cinco subsectores. En estos casos, Fitch emplea un enfoque analítico híbrido o hecho a la medida, lo cual se describiría en el Comentario de Acción de Calificación sobre el emisor.

Además, el enfoque analítico es guiado por la medida de uso del balance empleada por el modelo de negocios que está siendo evaluado. Los factores típicos diferenciadores son subrayados en la tabla del mismo nombre. Los modelos de negocio pueden tener ambas características de Alto y Bajo uso de balance, en cuyo caso la evaluación será guiada por cual actividad de negocio se cree que tenga mayor influencia en el perfil de riesgos de la compañía y en el desempeño financiero en general.

Factores Típicos Diferenciadores en IFNB de Alto y Bajo Uso de Balance

Atributo	IFNB de Alto Uso de Balance	IFNB de Bajo Uso de Balance
Nivel de activos tangibles en el balance	Alto	Bajo
Exposición del balance a riesgo de Mercado, crédito y/o valores residuales	Alto	Bajo
Fuente Primaria de Ganancias	Margen de interés neto, ingreso por dividendos/intereses, ganancias por trading/inversión	Comisiones, tarifas, servicios, venta de datos/información
Usos Principales de Fondeo	Préstamo, inversión, compra de activos arrendados, financiamiento de inventario de valores	Fusiones y adquisiciones, gastos de capital, fortalecimiento del rendimiento sobre capital, recapitalización de dividendos
Dependencia en fondeo para conducir sus actividades de negocio	Alto	Bajo
Fuentes principales de repago de deuda (ausente refinanciamiento)	Repago o liquidación de los activos en balance	Generación de flujo de efectivo, monetización de flujos de efectivo contractuales futuros, ventas de plataformas

Fuente: Fitch Ratings.

Los cinco subsectores de las instituciones financieras no bancarias son: sociedades de corretaje de valores, administradores de inversiones (BDC, por sus siglas en inglés: *business development companies*), las cuales únicamente existen en los Estados Unidos de América, compañías financieras y de arrendamiento y FMI. Las compañías financieras y de arrendamiento incluyen los REIT hipotecarios, compradores de deuda (por ejemplo, compañías que compran portafolios de activos en incumplimiento o créditos morosos) y la mayoría de las instituciones gubernamentales no bancarias. Las FMI incluyen bolsas, contrapartes centrales (CCP por sus siglas en inglés) y depósitos centrales de valores no bancarios (CSD por sus siglas en inglés).

El subsector de administradores de inversiones incluye administradores tradicionales y alternativos, compañías de inversión y fondos de inversión. Los administradores de inversiones tradicionales y alternativas administran principalmente activos de terceros y, por lo tanto, típicamente asumen un limitado riesgo de balance mientras ganan ingresos a través de comisiones por administración.

Las compañías de inversión suelen utilizar capital permanente para asumir riesgo en balance/inversión mientras que buscan crear valor a través de la revalorización de los activos y los ingresos por dividendos e intereses. Las compañías de inversión que están relativamente concentradas (cinco a 10 inversiones), que tienen la capacidad de ejercer cierta influencia sobre las compañías en sus portafolios y que presentan periodos de tenencia que por lo general se extienden durante varios años, pueden ser calificadas por el grupo de *corporativos* de Fitch bajo la metodología titulada "Investment Holding Companies Rating Criteria". El tamaño de las inversiones subyacentes en instituciones financieras también podría tener influencia al momento de decidir si aplicar la metodología de Fitch "Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias" o la de "Rating Investment Holding Companies".

Marcos Analíticos para Administradores de Inversiones, Fondos de Inversión y Compañías de Inversiones

	Fondos Cerrados y Estructuras de Valor de Mercado	Administradores de Inversiones Tradicionales	Administradores de Inversiones Alternativos	Fondos de Inversión	Compañías de Inversiones	Compañías controladoras de Inversiones	Entidades Relacionadas con el Gobierno	
Marco Analítico	Grupo(s) Analítico de Fitch	Administradores de Fondos y Activos	Instituciones Financieras	Instituciones Financieras	Instituciones Financieras	Corporativos	Finanzas Públicas Internacionales y Corporativos	
	Metodologías Aplicables	"Metodología de Calificación Capacidad de Cumplimiento de Fondos Cerrados y Estructuras de Valor de Mercado"	"Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias"	"Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias"	"Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias"	"Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias"	"Investment Holding Companies Rating Criteria"	"Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno"
Modelo de Negocio	Objetivo Principal	Rentabilidad	Rentabilidad	Rentabilidad	Rentabilidad	Rentabilidad	Rentabilidad	Orientación Política
	Riesgo de Balance	Alto	Bajo	Bajo a Medio	Alto	Alto	Alto	Alto
	Principales Fuentes de Ingreso	Revalorización de activos realizada/no-realizada, dividendos e ingresos por intereses	Cuotas de administración base	Cuotas de administración base y de desempeño	Ganancias de trading	Revalorización de activos realizada/no-realizada, dividendos e ingresos por intereses	Revalorización de activos realizada/no-realizada, dividendos e ingresos por intereses	Revalorización de activos realizada/no-realizada, dividendos e ingresos por intereses
Portafolio de Inversiones	Riesgo de Amortización	Bajo	Alto	Bajo	Espectro completo	Ninguno	Ninguno	Limitado a Ninguno
	Fortaleza del Marco Regulatorio	Espectro completo	Fuerte	Fuerte	Modesta	Modesta a Fuerte	Modesta a Fuerte	Modesta a Fuerte
	Grado de Diversificación del Portafolio	Espectro completo	Alto a Muy alto	Alto a muy alto	Espectro completo	Espectro completo	Bajo a Medio	Alto a muy alto
	Grado de Liquidez de Activos	Espectro completo	Alto a Muy alto	Bajo a Medio	Espectro completo	Espectro completo	Espectro completo	Espectro completo
	Horizonte de Inversión Típico	Espectro completo	Corto a Mediano	Mediano a Largo	Espectro completo	Mediano a Largo	Largo a Permanente	Largo a Permanente
	Influencia estratégica en las compañías del portafolio	Baja	Baja a Media	Alta a muy alta	Baja a Media	Espectro completo	Media a Alta	Media a Alta

Fuente: Fitch Ratings

Los fondos de inversión también invierten su propio capital y asumen el riesgo de balance/inversión asociado pero son típicamente vehículos abiertos sujetos al riesgo de amortización que buscan obtener rendimientos principalmente a través de ganancias comerciales en un horizonte de inversión más corto. En la práctica, el principal tipo de fondo de inversión al que aplica este enfoque analítico son los fondos de cobertura abiertos, pero también puede comprender fondos de pensiones y fondos

de riqueza soberanos con fines de lucro, que pueden tener niveles relativamente más bajos de obligaciones financieras a corto y mediano plazo y, como resultado, horizontes de inversión a plazo más largo que otros fondos de inversión. Esto también puede contribuir a una mezcla más amplia de ingresos para tales fondos de inversión, incluyendo ingresos por apreciación de activos realizados/no realizados, ingreso por dividendos e intereses además de ingresos por *trading*.

Los fondos de inversión cerrados ampliamente diversificados con marcos regulatorios/estructurales más definidos, mayor liquidez de activos y/o más frecuente rotación de inversiones son típicamente calificados por el grupo de Fondos y Administradores de Activos de Fitch bajo la metodología titulada “*Closed-End Funds and Market Value Structures Rating Criteria*” disponible en la página de internet de Fitch en www.fitchratings.com.

El marco analítico para Administradores de Inversión, Compañías de Inversión y Fondos de Inversión resume los distintos tipos de modelos de negocio para el subsector de administradores de inversiones y las metodologías de calificación aplicables.

Una evaluación del Entorno Operativo, del Perfil de la Compañía, y de la Administración y Estrategia es común para todos los subsectores (así como también para los bancos), aunque algunas consideraciones con leves diferencias se describen [aquí](#). En cambio, las evaluaciones del Apetito de Riesgo y del Perfil Financiero de una institución financiera no bancaria pueden diferir por industria, por lo que estos factores se dividen en cinco subcategorías.

II.1 Evaluación del Entorno Operativo

Importancia de esta Evaluación

El primer paso en la evaluación de Fitch de la calidad crediticia intrínseca es una revisión del entorno operativo de la institución, ya que esto establece el rango para las posibles IDR. El entorno operativo sirve en gran medida como un factor limitante de la IDR ya que es raro que la IDR asignada esté significativamente arriba de la evaluación del entorno operativo, independientemente de que tan bien califique el emisor en otros factores o subfactores. Algunas excepciones pueden incluir instituciones que operan modelos de negocio de excepcionalmente bajo riesgo o que son excepcionalmente fuertes en otros factores de calificación, haciendo de ellas claramente atípicas en ese entorno operativo. En dichos casos, Fitch necesitará creer que la institución puede, en una base individual, mitigar exitosamente los riesgos del entorno operativo que de otra forma limitarían la calificación.

Entre más alto es el nivel asignado al entorno operativo, más probable es que las IDR (y varios factores) estén por debajo del entorno operativo reflejando el modelo de negocio, el apetito de riesgo u otras decisiones estratégicas tomadas por la administración en conjunto con su efecto en las métricas financieras. Por lo tanto, el entorno operativo puede jugar un rol más limitado en la determinación de la calificación. Entre más bajo sea el entorno operativo, más probablemente funcionará como una limitación de calificación ya que Fitch espera que la vulnerabilidad o volatilidad creada por el entorno operativo se manifieste en otros aspectos del perfil crediticio del emisor.

La evaluación que hace Fitch del entorno operativo incorpora tanto el riesgo soberano como los riesgos generales del país en lo que concierne a hacer negocios en una jurisdicción específica; sin embargo no captura los riesgos de transferencia y convertibilidad, los cuales se reflejan por separado en los techos país (*country ceiling*) de Fitch. Para instituciones que operan en múltiples geografías, el subfactor y las evaluaciones generales del entorno tomarán un panorama combinado de las distintas jurisdicciones.

Una evaluación del entorno operativo de las instituciones financieras no bancarias puede no estar alineada con la evaluación del entorno de un banco ubicado en la misma jurisdicción, y también

puede diferir entre las distintas sub-categorías de las instituciones financieras no bancarias. Se considera que la supervisión regulatoria de los bancos en todo el mundo es considerablemente más robusta que aquella para los subsectores de las instituciones financieras no bancarias que generalmente resultarán en niveles de entorno operativos para IFNB que no son más altos que, y a menudo más bajos que, aquellos asignados a bancos.

Evaluación Implícita del Entorno Operativo

Fitch comienza por determinar el nivel del entorno operativo para el país para cada mercado en el que califica IFNB. La mayor parte de las instituciones que operan principalmente en un país serán asignadas con el nivel del entorno operativo para ese mercado. Sin embargo, algunas instituciones (por ejemplo las que operan predominantemente en una región particular de un país, tienen operaciones relevantes fuera de su país o tienen un modelo de negocio con riesgos únicos) pueden ser asignadas con evaluaciones de entorno operativo diferentes a las implícitas en la evaluación del país. Refiérase a *Ajustes a la Evaluación Implícita del Entorno Operativo*.

Como primer paso para determinar el nivel de un entorno operativo para un país, Fitch deriva una evaluación implícita basada en dos métricas fundamentales, el PIB per cápita y el Índice de Facilidad para Hacer Negocios del Banco Mundial. Fitch cree que estas métricas fundamentales tienen un gran poder explicativo en determinar la habilidad de las instituciones financieras para generar volúmenes de negocios con niveles aceptables de riesgo, y ellos entonces, son factores fundamentales para determinar los niveles de entorno operativo globalmente. La evaluación implícita para un país se deriva basada en la matriz siguiente:

Evaluación Implícita del Entorno Operativo

Facilidad para Hacer Negocios (Percentil)	>85	70-85	55-70	40-55	<40
Producto Interno Bruto per Cápita (USD miles)					
>45	aa	aa	a	a	bbb
35-45	aa	a	a	bbb	bb
15-35	a	bbb	bbb	bb	b
6-15	bbb	bb	bb	b	b
<6	bb	b	b	b	b

Fuente: Fitch Ratings.

El PIB per cápita ayuda a explicar el nivel del entorno operativo porque es usualmente cercanamente correlacionado con las ganancias de los corporativos y los niveles de ingreso de los hogares, que ayuda a determinar los volúmenes de negocio de las IFNB y el nivel de riesgo de las operaciones que ellas pueden tomar. El índice de Facilidad de Hacer Negocios¹ ayuda a explicar el nivel del entorno operativo, en particular en economías de bajo ingreso, porque en opinión de Fitch está correlacionado con la transparencia y estabilidad del sector corporativo, y entonces ayuda a determinar la capacidad de generar volúmenes de negocio con moderados niveles de riesgo.

Fitch usualmente utiliza el más recientemente reportado, valor histórico de estas métricas para derivar la evaluación implícita del entorno operativo. Sin embargo, Fitch puede utilizar un valor proyectado de PIB/cápita para el año corriente (o un año que acaba de terminar) cuando cree que es razonablemente confiable y difiere sustancialmente del último valor histórico reportado. Cuando Fitch cree que los valores futuros de cualquiera de las dos métricas fundamentales es probable que difieran significativamente de sus últimos valores puede también ajustar la evaluación implícita para llegar a un score final (vea *Ajustes a la Evaluación Implícita del Entorno Operativo*). Donde una

¹ El ranking captura la medida en la que el entorno regulatorio conduce al inicio y operación de una firma local, basado en un score de diez temas: iniciando un negocio, lidiando con los permisos de construcción, obteniendo electricidad, registrando la propiedad, obteniendo un crédito, protegiendo a los inversionistas minoritarios, pagando impuestos, haciendo negocios transfronterizos, haciendo cumplir los contratos y resolviendo la insolvencia.

jurisdicción no haya sido asignada con un Índice de Facilidad de Hacer Negocios, Fitch determinará la evaluación implícita del entorno operativo basada en el PIB per cápita reportado y su visión de la transparencia y estabilidad del sector corporativo en dicho mercado.

Ajustes a la Evaluación Implícita del Entorno Operativo

Fitch ajusta la evaluación implícita de entorno operativo del país hacia arriba o abajo cuando cree que los riesgos de hacer negocio en una jurisdicción dada son significativamente más altos o bajos que aquellos sugeridos por la evaluación implícita². Las razones más comunes para ajustar la evaluación implícita se listan a continuación:

Riesgo Soberano³: El nivel del entorno operativo está usualmente limitado por la calificación soberana, y por lo tanto puede ser ajustado hacia abajo cuando la evaluación implícita está por encima de la calificación soberana. Esto es porque un incumplimiento soberano es usualmente acompañado por un deterioro marcado en el entorno operativo, que frecuentemente incluye una recesión, balances de los sectores públicos y privados más débiles, dislocación del mercado de fondeo y volatilidad macroeconómica (vea también *Anexo 2*). Sin embargo, Fitch puede asignar el score de entorno operativo por encima de la calificación soberana (aunque usualmente no más de una categoría de calificación) cuando (i) creemos que hay una relación baja entre el perfil de crédito del soberano y las condiciones operativas de las IFNB, o (ii) el soberano tiene una calificación muy baja (por ejemplo categoría 'CCC' y menores) y entonces hay algunos fundamentales específicos de la calificación del soberano que no afectan directamente a las IFNB. Cuando el soberano está calificado significativamente por encima de la evaluación implícita del entorno operativo, esto puede resultar en un ajuste al alza al score porque un soberano más fuerte puede indicar una probabilidad mayor de estabilidad del mercado financiero y macroeconómica.

Para algunos modelos de negocio de las IFNB, la diversificación geográfica de las actividades de negocio o la falta de relación directa con la condición financiera del soberano puede significar que la calificación soberana actúa como una restricción menor en el score del entorno operativo. Por ejemplo, un arrendador de aviones puede estar domiciliado en algunas locaciones para finalidad de impuestos, pero tiene un portafolio de aviones que están dispersos entre arrendatarios en una variedad de países alrededor del mundo. En estos casos, Fitch considerará cualquier concentración geográfica y la movilidad del colateral, como determinada por la ley local. Lo mismo aplicará para administradores de inversiones diversificados, compañías de inversión y fondos de inversión si los fondos que administra, los activos en los que invierte, o los inversionistas a los que presta servicios está en entornos operativos más favorables o existen activos restringidos (*ring-fenced*) o flujos de efectivo que fuertemente soportan las obligaciones calificadas.

La evaluación de la calificación soberana es probable que tenga una influencia menor en las FMI respecto a los bancos u otras IFNB, dado que muchas FMI típicamente no tienen exposición significativa al soberano por la tenencia de bonos o colocaciones con los bancos centrales. En muchas maneras, las FMI actúan como utilidades financieras, que son poco probables de ser afectadas significativamente por un estrés soberano. El desempeño de algunos subsectores de FMI, como las bolsas, puede ser contracíclicos al perfil de crédito del soberano, ya que pudiera haber mayor actividad de trading durante períodos de estrés. Como resultado, una FMI podría tener una

² En los casos en que Fitch considera que el entorno operativo es excepcionalmente fuerte o débil, estos ajustes pueden resultar en un score de entorno operativo de 'aaa', o de 'ccc' o menor respectivamente.

³ Cuando la calificación soberana no ha sido asignada, Fitch considerará la Opinión Crediticia del soberano (cuando esté disponible) o, más generalmente, cualquier fortaleza y debilidad marcada en el perfil crediticio del soberano.

calificación por encima del soberano, excepto cuando una FMI tiene la mayoría de su balance o de los fondos de garantía en valores del soberano, en cuyo caso la calificación soberana tomará una influencia mayor.

Tamaño y Estructura de la Economía: Fitch puede ajustar al alza la evaluación implícita del entorno operativo cuando la economía es relativamente grande o diversificada, resultando en un menor riesgo de volatilidad macroeconómica y ofreciendo a las IFNB una mayor oportunidad de diversificar sus exposiciones de riesgo y fuentes de ingreso. Por el contrario, cuando la economía doméstica es pequeña o altamente dependiente de un pequeño número de sectores, en particular unos que son inherentemente cíclicos o proclives a mostrar volatilidad en el desempeño, esto puede resultar en un ajuste a la baja del score de entorno operativo. El score puede también ser ajustado a la baja cuando el involucramiento del estado en la economía es particularmente alto, la gobernanza es particularmente débil o hay otros factores estructurales negativos que en opinión de Fitch no son capturados en el Índice de Facilidad de Hacer Negocios.

Por el contrario, el nivel puede ser ajustado al alza cuando una economía se beneficia de una gobernanza y transparencia fuerte en la medida que no sea capturada por el Índice de Facilidad de Hacer Negocios. El nivel puede también ser ajustado cuando Fitch cree que hay una fuerte probabilidad de que el Índice de Facilidad de Hacer Negocios, o la transparencia y gobernanza del sector corporativo más generalmente, sea probable que cambien significativamente en el futuro.

Desempeño Económico: Cuando una economía tiene una tasa de crecimiento económico subyacente relativamente alta, debido por ejemplo a ventajas competitivas, convergencia con mercados más desarrollados o demografía favorable, esto puede resultar en un ajuste al alza del nivel del entorno operativo. Esto se debe a que la expansión económica usualmente soporta la calidad de activos y facilita el crecimiento de los ingresos de las IFNB. Un crecimiento económico moderado, pero consistente, y una baja volatilidad del desempeño económico pueden ser también positivos.

Sin embargo, Fitch puede ajustar el nivel del entorno económico a la baja si nosotros creemos que el crecimiento económico alto no es sostenible, es probable que sea volátil y puede incrementar el riesgo de una corrección negativa pronunciada. Podríamos ajustar el nivel a la baja también cuando una economía ha sufrido, o es esperado que sufra, un período de crecimiento económico bajo o negativo, o de volatilidad mayor en el desempeño económico, en particular si esto ha resultado, o es esperado que resulte, en un deterioro significativo de la solvencia de los acreditado domésticos. El desempleo creciente o alto puede también resultar en un ajuste negativo.

PIB per Cápita Reportado y Futuro: Fitch puede ajustar la evaluación implícita de entorno operativo al alza o a la baja cuando la agencia cree que los niveles futuros de PIB/cápita es probable que varíen significativamente del último nivel reportado (o de nuestro estimado para el año vigente o el año que acaba de terminar). Fitch puede también ajustar la evaluación implícita al alza o la baja cuando la agencia cree que el PIB/cápita reportado significativamente sub/sobre estima el potencial de una economía de generar riesgos moderados de negocio para IFNB.

Por ejemplo, Fitch puede ajustar al alza la evaluación implícita cuando un país se beneficia de remesas significativas del exterior (no capturadas por el PIB) o cuando hay una gran proporción de la población no bancarizada (que arrastra hacia abajo la métrica de PIB/cápita, pero no necesariamente las oportunidades negocio disponibles en un país). Por el contrario, Fitch podría ajustar la evaluación implícita a la baja cuando el PIB está inflado por ingreso acumulado a compañías que no operan primariamente en el país que concierne y entonces es poco probable que lleguen a ser fuentes significativas de negocio para las IFNB en dicho país.

Estabilidad Macroeconómica: Cuando una economía ha mostrado una volatilidad limitada en variables como la inflación, tasas de interés, tipo de cambio y precios de activos, y Fitch espera que

esto continúe en el futuro, es probable que lo anterior sea neutral o moderadamente positivo para el nivel del entorno operativo. Sin embargo, cuando dicha volatilidad ha sido, o Fitch cree que pudiera ser, significativa, o cuando una economía es más susceptible a shocks negativos, esto podría resultar en un ajuste negativo a la evaluación implícita del entorno operativo. En su evaluación, Fitch también considerará el uso por las autoridades de herramientas macro prudenciales para mitigar los riesgos a la estabilidad financiera, y las implicaciones de utilizar dichas herramientas para el entorno operativo.

Cuando una proporción significativa de transacciones en una economía se llevan a cabo en moneda extranjera, o cuando los activos y pasivos de las IFNB están en un grado significativo denominados en moneda extranjera (dolarización), esto puede resultar en un ajuste negativo al entorno operativo. Un ajuste negativo es más probable que ocurra cuando Fitch cree que movimientos en el tipo de cambio significativos son más probables y cuando los sectores corporativos y familiares tienen descalces significativos de moneda (usualmente posiciones cortas en moneda extranjera), significando que su capacidad para pagar la deuda será más probablemente afectada en caso de una depreciación pronunciada.

Nivel y Crecimiento Crediticio: Fitch puede ajustar a la baja en nivel del entorno operativo cuando el nivel de crédito de una economía es particularmente alto en relación a su PIB, o está creciendo rápidamente. Esto porque un apalancamiento mayor de los acreditados puede incrementar el riesgo de problemas futuros de calidad de activos y limitar el potencial de crecimiento de los negocios. Al evaluar el apalancamiento en el sector corporativo, Fitch puede considerar no solo los préstamos bancarios y de las IFNB, pero también otras fuentes de crédito, como la emisión de deuda y los préstamos internacionales; con respecto al sector familiar, Fitch puede considerar no solamente los niveles de deuda, sino también los requerimientos de servicio de deuda y la capacidad de servicio de deuda, como se refleja en los activos de las familias y en sus niveles de ingresos. Cuando el nivel de crédito de una economía es relativamente bajo, esto puede resultar en un ajuste al alza moderado a la evaluación implícita del entorno operativo; un nivel bajo de crédito a PIB puede también mitigar significativamente los riesgos asociados con un alto crecimiento de crédito.

Desarrollo del Mercado Financiero: Un sector financiero grande, altamente desarrollado y concentrado puede resultar en un ajuste positivo a la evaluación implícita del entorno operativo, ya que estas características ayudarán generalmente a las instituciones financieras a crecer sus franquicias, alcanzar economías de escala y proteger los márgenes. La existencia de marcos efectivos institucionales como soporte del sistema financiero, como burós de crédito, un esquema de protección de depositantes o mercados de capitales líquidos y profundos, pueden ser moderadamente positivos para la evaluación del entorno operativo, pero una autoridad monetaria que actúa como un prestamista confiable y transparente de última instancia será típicamente solo neutral para la evaluación. Un sector financiero pequeño, en desarrollo o altamente fragmentado pudiera ser negativo para el nivel del entorno operativo, así como lo podrían ser los mecanismos de soporte de liquidez limitados del banco central, limitados marcos institucionales más amplios y mercados domésticos de capital subdesarrollados.

Marco Regulatorio y Legal: Un marco legal y regulatorio relativamente fuerte, caracterizado por una regulación y legislación desarrollada, cuerpos regulatorios financieros efectivos, estándares de contabilidad sólidos, protección adecuada de los derechos de los acreedores y estándares de gobierno corporativo desarrollados, pueden ser moderadamente positivos para el score de entorno operativo. Por el contrario, deficiencias marcadas en dichas áreas, o un alto grado de intervencionismo de otras partes del gobierno en el proceso regulatorio, podría resultar en un ajuste negativo al score. Ajustes negativos para IFNB pueden ser más frecuentes y/o pronunciadas, en relación a bancos, para reflejar que marcos regulatorios y legales relativamente más débiles están a menudo presentes.

Las BDC son sujetas a una variedad de requerimientos regulatorios, como se dicta en el *Investment Company Act* de 1940 (40 Act), y Fitch cuidadosamente pondera el impacto de cada una en su evaluación del sector. Requerimientos regulatorios de cobertura de activos, que efectivamente limitan el apalancamiento del balance a no más de 2.0x, son vistos como favorables en términos de que sirven como limitantes de los niveles absolutos de apalancamiento. Sin embargo, la mayoría de las BDC eligen ser tratadas como compañías de inversión reguladas (RIC por sus siglas en inglés) para propósitos de impuestos, lo que limita la retención de capital, y es visto más negativamente por Fitch.

Para las compañías de financiamiento que han elegido el estatus de REIT bajo el código de impuestos del U.S. Internal Revenue Service (por ejemplo los REIT hipotecarios incluyendo los REIT de hipotecas comerciales, los REIT de hipotecas residenciales y los REIT de hipotecas híbridas), Fitch considera el impacto de la legislación federal de U.S. Los REIT hipotecarios en U.S. se benefician de un tratamiento fiscal favorable, ya que no pagan impuestos a la utilidad por la porción de utilidad gravable pagada como dividendos a los accionistas. Por el contrario, las distribuciones requeridas de dividendos debilitan la capacidad de retener capital de los REIT en relación a otras instituciones financieras que no tienen este requerimiento.

Enfoque Regional, de Industria o Subsector: Cuando las operaciones de una IFNB están concentradas en una región/regiones, industria o subsector de un país en particular, su nivel de entorno operativo puede ser ajustado al alza o a la baja desde el score del país en los casos en que la economía regional es notablemente más fuerte/débil que el promedio nacional.

Operaciones Internacionales, Desviaciones entre el Domicilio y la Actividad de Negocio: Para una IFNB que tiene una proporción significativa de sus negocios y exposiciones a riesgo en mercados distintos a su país principal de operaciones (ya sea a través de subsidiarias extranjeras o a través de operaciones colocadas (*booked*)) en su propio balance, Fitch típicamente determinará el score del entorno operativo calculando un promedio ponderado de los scores (con ponderaciones basadas en exposiciones a riesgos/activos) para los países en los que la institución hace negocios. El mercado local puede tener una influencia proporcionalmente mayor en el cálculo cuando Fitch cree que los beneficios o límites de este son particularmente importantes (por ejemplo fuerte/débil prestamista de última instancia y marco regulatorio, o dependencia del acceso a fondeo en más amplio desarrollo en el mercado local).

Entorno Operativo

aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menor
El entorno operativo presenta, o se espera que presente, oportunidades excepcionalmente buenas para las IFNB de hacer negocios rentables a través del ciclo de crédito. El entorno económico y el perfil de crédito del soberano son excepcionalmente fuertes, los niveles de ingreso son muy altos y no existen debilidades estructurales.	El entorno operativo presenta, o se espera que presente, muy buenas oportunidades para las IFNB para hacer consistentemente negocios rentables a través del ciclo de crédito. El entorno económico y el perfil de crédito del soberano son muy fuertes, los niveles de ingreso son altos y las debilidades estructurales son muy limitadas.	El entorno operativo presenta o se espera presente buenas oportunidades para las IFNB para hacer consistentemente negocios rentables a través del ciclo de crédito. El entorno económico y el perfil de crédito del soberano son fuertes, los niveles de ingresos son algo altos y las debilidades estructurales son limitadas.	El entorno operativo presenta o se espera presente razonables oportunidades para las IFNB para hacer consistentemente negocios rentables a través del ciclo de crédito. El entorno económico y el perfil de crédito del soberano son adecuados, los niveles de ingresos son aceptables y cualquier debilidad estructural puede ser manejable.	El entorno operativo presenta o se espera presente moderadas oportunidades para las IFNB para hacer consistentemente negocios rentables a través del ciclo de crédito. El entorno económico y el perfil de crédito del soberano son menos robustos, los niveles de ingresos son moderados y las debilidades estructurales son evidentes.	El entorno operativo presenta o se espera presente limitadas oportunidades para las IFNB para hacer consistentemente negocios rentables a través del ciclo de crédito. El entorno económico y el perfil de crédito del soberano son débiles, los niveles de ingresos son bajos y las debilidades estructurales son significativas.	El entorno operativo presenta o se espera presente muy limitadas oportunidades para las IFNB para hacer consistentemente negocios rentables a través del ciclo de crédito. El entorno económico y el perfil de crédito del soberano son muy débiles, los niveles de ingresos son muy bajos y las debilidades estructurales son prominentes.

Fuente: Fitch Ratings.

II.2 – Evaluación del Perfil de la Compañía

La evaluación de Fitch del perfil de la compañía considera los siguientes sub-factores:

- franquicia;
- modelo de negocio;
- estructura organizacional.

Importancia de esta Evaluación

La evaluación de la franquicia, modelo de negocio y la estructura organizacional de una sociedad ayuda a identificar los tipos de riesgos de negocio a los cuales se podría enfrentar una institución, junto con su capacidad de salvaguardar o defender los negocios y ganancias existentes, y ganar nuevos negocios a través de un análisis de sus fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas competitivas a largo plazo.

La evaluación del perfil de la compañía está típicamente condicionada, y frecuentemente limitada, por la evaluación del ambiente operativo, a menos que Fitch considere que el perfil de negocio de la institución financiera no bancaria está aislado de los efectos de su(s) ambiente(s) operativo(s). Dentro de tal contexto de entorno operativo, el perfil de la sociedad está determinado a un nivel que fundamentalmente refleja la fortaleza y calidad de su franquicia y estabilidad de su modelo de negocio.

Las siguientes tablas identifican aquellos atributos del perfil de la compañía que Fitch ha definido como “fundamentales” contra “complementarios” junto con una indicación de cómo cada característica es evaluada típicamente. La matriz de categorías de subfactores/calificación adjunta proporciona características representativas que ayudan a la determinación del nivel general asignado al factor en cada caso.

Franquicia

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Participación de Mercado	Fundamental	La franquicia de una institución financiera no bancaria se refleja típicamente en las participaciones de mercado en los productos clave ofrecidos por la entidad. El valor de franquicia se evalúa sobre la base más relevante: global, nacional o regional, teniendo en cuenta tanto el tamaño del mercado en el que opera una institución financiera no bancaria como su posición dentro de ese mercado. Las pequeñas cuotas de mercado relativas, especialmente en los grandes mercados, no son necesariamente negativas para la evaluación y pueden compensarse con una ventaja competitiva sostenible y un desempeño estable en los segmentos en los productos clave y segmentos de clientes. Una participación de mercado grande en un mercado pequeño puede ser potencialmente positiva para la evaluación, siempre que no esté limitada por la solidez o la calidad del mercado en sí o la evaluación del entorno operativo relevante.
Posición Competitiva	Fundamental	La posición competitiva de una institución financiera no bancaria en relación con la de sus pares puede ser evidente en el liderazgo relativo del producto y en el poder de fijación de precios, y también como reflejo de cualquier barrera de entrada sustancial. El liderazgo del producto a menudo será una función de la escala, en lo que respecta a los productos financieros tradicionales, y también puede reflejar ventajas de tecnología y eficiencia, o deficiencias, en relación con sus pares. En el caso de ciertos productos u ofertas de nicho, el liderazgo puede reflejarse en “tablas de clasificación de la industria (<i>league tables</i>)” relevantes.
Masa Crítica	Complementario	El tamaño, tomado en forma aislada, es poco probable que sea un impulsor para la evaluación del perfil de la compañía, pero puede afectar el poder de fijación de precios y las relaciones con los clientes. Las instituciones financieras no bancarias que carecen de masa crítica probablemente recibirán puntajes más bajos.
Relaciones con Clientes	Complementario	Fitch considera la naturaleza de las relaciones con los clientes y la medida en que el rango y / o la experiencia de los productos es el factor clave de la retención de clientes o el crecimiento del volumen de negocios en comparación con el precio.
Beneficios y Riesgos Intragrupales	Complementario	La franquicia de una institución también puede incorporar cualquiera de los beneficios que recibe de formar parte de un grupo más grande (típicamente financiero). Esto podría incluir relaciones con clientes, acceso a fondos, oferta de productos o conocimientos técnicos a los que la institución no tendría acceso de otro modo, así como posibles beneficios de diversificación de otros negocios de subsidiarias o compañías relacionadas. Por el contrario, la franquicia de una institución financiera no bancaria puede incorporar riesgos de contagio cuando existe una debilidad en el perfil crediticio del grupo más amplio.

Fuente: Fitch Ratings.

Modelo de Negocio

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Mezcla de Negocio	Fundamental	El modelo de negocio de una institución abarca las formas en que genera ingresos y ganancias. Esto incluye una evaluación de la mezcla de negocios de una institución, como por activos/productos, composición de servicios y proporción de ingresos y ganancias generados a partir de las líneas de negocio principales.
Volatilidad de Ingresos	Fundamental	Los modelos de negocio que dependen mucho de negocios volátiles, como el trading, o donde las condiciones del mercado ejercen una mayor influencia en los volúmenes de negocios y la generación de ingresos entre los períodos de reporte, generalmente generarán un nivel asignado al modelo de negocio menor en comparación con otras instituciones financieras con menor volatilidad observada. La estabilidad en los ingresos a través de ciclos de crédito y tasas de interés generalmente contribuirá a obtener niveles más altos.
Diversificación Geográfica	Complementario	Es probable que una alta concentración de las operaciones de una institución financiera no bancaria en economías menos desarrolladas influya en la evaluación de Fitch de su modelo de negocios. Las concentraciones desde la perspectiva del cliente y/o inversionista también pueden ser un factor limitante. La diversificación geográfica puede ser un atributo de calificación positivo, pero la expansión hacia áreas que agregan sinergias pequeñas o limitadas en general puede considerarse neutras o negativas para la evaluación del perfil de la compañía.
Concentración por Producto	Complementario	El riesgo percibido asociado con el (los) producto (s) particular (es) y la calidad de la franquicia de producto puede influir en la evaluación de un modelo de negocio con un enfoque de producto estrecho (prestamista monolínea) frente a uno que proporciona una gama más amplia de productos. La diversificación de productos puede ser un atributo de calificación positivo, pero la expansión hacia áreas de negocio que agregan sinergias en general pequeñas o limitadas puede considerarse neutra o negativa para la evaluación del perfil de la compañía.

Fuente: Fitch Ratings.

Rangos de Calificación de Modelos de Negocio

Sector	Subsectores	Uso del balance general	Categoría de calificación ^a	Principales limitaciones de calificación						
				Estacionalidad del negocio	Una sola línea de negocio	Financiamiento mayorista	Riesgo Regulatorio	Il liquidez de activos	Riesgo Contraparte	Riesgo Operativo
Sociedades de corretaje de valores	Corredores de bolsa	Alto	'BBB'	✓	✓	✓			✓	
	Corredores de bolsa mayorista	Bajo	'BBB'	✓	✓		✓			
	Corredores de bolsa minorista	Mediano	'A'	✓						✓
Administradores de inversiones	AI Tradicionales	Bajo	'A'	✓					✓	✓
	AI Alternativos	Bajo-Mediano	'A'	✓					✓	✓
	Compañías de Inversión	Alto	'AA'	✓				✓	✓	
Empresas de desarrollo de negocios	Fondos de Inversión	Alto	'BBB'	✓				✓	✓	✓
	N.A.	Alto	'BBB'	✓	✓	✓		✓		
Compañías de financiamiento y arrendamiento	Financiamiento al consumo	Alto	'A'	✓	✓	✓		✓		
	Financiamiento comercial	Alto	'A'	✓	✓	✓				
	Servicios financieros alternativos	Bajo	'BBB'	✓	✓	✓		✓		
	Proveedores de servicios financieros	Bajo	'BB'	✓	✓	✓		✓		✓
	Administradores de hipotecas	Bajo	'BB'		✓	✓				
	Compradores de Deudas	Mediano - Alto	'BB'			✓				
Compañías de infraestructura del mercado financiero	REIT hipotecarios	Alto	'BBB'	✓	✓	✓				
	Bolsas	Bajo								✓
	Cámaras de compensación	Bajo (separado por los fondos de garantía o) fondos)	'AA'						✓	✓
	CSD sin licencia bancaria	Bajo								✓

^aNo representa un límite máximo duro, sino la categoría de calificación más alta que la mayoría de las entidades dentro del subsector de instituciones financieras no bancarias logran normalmente. IM - Administrador de inversiones. REIT - Fideicomiso de inversión inmobiliaria. CSD - Depósito central de valores. N.A. - No aplicable. Fuente: Fitch

Estructura Organizacional

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Adecuación Relativa a Modelo de Negocio	Fundamental	La estructura organizacional de un grupo suele ser proporcional a su modelo de negocio. La estructura del grupo rara vez afecta la evaluación general de calificación de Fitch, pero tiene el potencial cuando Fitch considera que el grupo es demasiado complejo (en relación con sus operaciones y huella de negocio), opaco o con riesgos importantes que surgen de las transacciones intragrupalas. Entre los ejemplos de complejidad del modelo de negocios se incluyen las capas de empresas controladoras intermedias cuyas ubicaciones pueden estar principalmente impulsadas por razones fiscales, o estructuras innecesariamente complejas que parecen inconsistentes con el tamaño, la escala y la huella de la institución/grupo.
Opacidad	Complementario	Los acuerdos de propiedad cruzada inexplicables o grandes intereses minoritarios, que no son acordes con el modelo de negocio de la institución financiera no bancaria, típicamente darían como resultado un nivel más bajo en el perfil de la compañía.
Transacciones Intragrupales	Complementario	Las transacciones intragrupalas pueden afectar los riesgos asociados con la entidad calificada. Esto es especialmente importante cuando el efectivo o el capital pueden quedar atrapados en las subsidiarias y, por lo tanto, no están disponibles para su distribución al grupo en su conjunto.
Dinámica de Propiedad	Complementario	Fitch también considera la dinámica de propiedad, incluyendo si un emisor cotiza en bolsa siendo de propiedad privada o de propiedad mutua, si existe propiedad de capital privado y/o propiedad no estratégica y si existe influencia significativa de partes relacionadas para comprender el impacto en decisiones estratégicas, liquidez y/o capitalización. Las instituciones de propiedad colectiva, como muchas cámaras de compensación, se pueden ver de manera más favorable en la medida en que reducen los conflictos de intereses entre la gestión del riesgo y la maximización de los ingresos.

Fuente: Fitch Ratings.

Perfil de Negocio

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menor
Franquicia	Franquicia dominante en múltiples segmentos comerciales o geografías. Fuertes ventajas competitivas que probablemente perduren. Posee fuertes ventajas competitivas y poder de fijación de precios en los principales segmentos operativos. Estas fortalezas se mantienen a través de los ciclos económicos.	Franquicia líder en múltiples segmentos comerciales o geografías. Sólidas ventajas competitivas que probablemente perduren a largo plazo. Ventajas competitivas y poder de fijación de precios demostradas. Estas fortalezas se mantienen en múltiples ciclos económicos.	Fuerte franquicia en mercados o negocios clave. Tiene franquicia líder en algunos segmentos operativos o geografías clave. Ventajas competitivas y poder de fijación de precios demostradas en segmentos operativos clave.	Franquicia adecuada en geografías. Operando en mercados algo menos desarrollados o con ventajas competitivas limitadas o poder de fijación de precios limitado en los principales segmentos operativos.	Moderada franquicia en segmentos clave de negocios o geografías. Operando en mercados un tanto menos desarrollados o con ventajas competitivas limitadas y, en general, un tomador de precios en el (los) segmento (s) operativo (s) principal (es). Historial operativo limitado.	Puede tener franquicia nominal en un segmento de negocio clave o geografías. Operando en mercados menos desarrollados o no tiene una ventaja competitiva discernible. Historia operativa muy limitada.	Operando en mercados subdesarrollados o no tiene un valor de franquicia discernible o ventaja competitiva. Historia operativa extremadamente limitada.
Modelo de Negocio	Modelo de negocios altamente diverso y estable en múltiples segmentos operativos o geografías. Masa crítica mantenida en todos los segmentos de negocios y geografías en las que opera. Dependencia mínima de negocios volátiles.	Modelo de negocio muy diverso y estable en múltiples segmentos operativos o geografías. Mantiene la masa crítica en la mayoría de los segmentos comerciales y geografías en las que opera. Modesta dependencia de negocios volátiles.	Modelo de negocios diverso y estable. Masa crítica mantenida en segmentos operativos clave o geografías en las que opera. Dependencia notable en negocios volátiles.	Modelo de negocios menos estable y / o diverso, potencialmente dominado por un segmento operativo o geografía clave. Mayor dependencia de negocios volátiles.	Modelo de negocios menos diverso y estable, potencialmente con más especialización en un segmento operativo clave o economías menos estables / avanzadas. Dependencia significativa en negocios volátiles.	Estabilidad del modelo de negocio limitada. Puede depender por completo de economías volátiles.	Modelo de negocio que evoluciona rápidamente u opera en un entorno económico inestable.
Estructura Organizacional	Complejidad de la estructura organizacional acorde con el modelo de negocios 'aaa/aa'. Las principales entidades legales existen principalmente por razones comerciales claras. Alta visibilidad en las principales entidades legales.		Complejidad de la estructura organizacional acorde con el modelo de negocio 'a/bbb'. Potencialmente aumentó la complejidad de la estructura organizacional. Buena visibilidad en las principales entidades legales.		Significativa complejidad de la estructura organizacional. Visibilidad potencialmente limitada de las principales entidades legales.		Estructura organizacional altamente compleja, opaca o sustancialmente cambiante.

Fuente: Fitch Ratings.

II.3 – Evaluación de la Administración y Estrategia

La evaluación de Fitch de la administración y estrategia considera los siguientes subfactores:

- calidad de la administración;
- gobierno corporativo;
- objetivos estratégicos;
- ejecución.

Importancia de esta Evaluación

Una evaluación de la administración, el gobierno corporativo, objetivos estratégicos y la ejecución es uno de los aspectos menos tangibles de su análisis fundamental, pero es importante al considerar cómo se maneja una institución, por ejemplo, a través del establecimiento de metas particulares de negocio o financieras, el desarrollo de una estrategia para perseguir esas metas, y demostrar una capacidad para cumplir estas metas, todas las cuales proporcionan un entendimiento de las motivaciones e incentivos dentro de la institución.

Una evaluación de la administración y la estrategia está típicamente condicionada y frecuentemente limitada, por las evaluaciones del entorno operativo y del perfil de la compañía, a menos que Fitch considere que los elementos evaluados están aislados de los efectos del(os) ambiente(s) operativo(s) y el modelo de negocio de la institución financiera no bancaria. En entornos operativos más débiles, problemas de gobierno corporativo tienden a ser más frecuentes, es más probable que los objetivos estratégicos cambien con el tiempo o sean más oportunistas y la ejecución de la estrategia es frecuentemente más retadora. Es posible que la administración y estrategia sea evaluada por encima del entorno operativo (por ejemplo, un muy buen equipo administrativo operando en un entorno débil). Sin embargo, en tales casos, es probable que el nivel asignado a la administración y estrategia serán de baja influencia para la calificación si la mejor calidad de la administración no es capaz de ejercer influencia significativa en el perfil general de riesgo.

La calidad y efectividad de la administración se refleja en los individuos y la estructura general de la administración, así como en otros factores tales como gobierno corporativo y estrategia. Mientras que esto, aparentemente, es una evaluación subjetiva, típicamente habrá alguna evidencia tangible de la efectividad de la administración a través de su impacto en las métricas financieras y/o de riesgo.

Las siguientes tablas identifican aquellas características de la administración y estrategia que Fitch ha definido como “fundamentales” contra “complementarias” junto con una indicación de cómo cada característica es típicamente evaluada. La matriz de categorías de subfactores/calificación adjunta proporciona características representativas que ayudan a la determinación del nivel general asignado al factor en cada caso.

Calidad de Administración

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Profundidad y Credibilidad de la Administración	Fundamental	Un equipo de administración sólido demostrará un alto grado de credibilidad, experiencia y competencia y, de acuerdo con el tamaño y la complejidad de la institución, reflejará esas mismas cualidades en una profundidad adecuada de gestión experimentada y competente. El impacto de cualquier rotación se considera en el contexto de la existencia de planes de sucesión (donde el riesgo de persona clave está presente) y/o las cualidades aportadas por el personal entrante en los casos en que esas personas tienen un historial comprobado con instituciones similares o empresas en otros lugares.
Cultura Corporativa	Complementario	Una identidad cultural fuerte puede ayudar a asegurar que las prácticas de negocio consistentes y de largo plazo se adopten en toda la organización y permanezcan en su lugar cuando haya transiciones del equipo administrativo y a través de los ciclos de negocios. Esto puede ser beneficioso para el nivel de calidad de la administración.
Riesgo de Persona Clave	Complementario	Pequeñas, instituciones de nicho pueden depender de un individuo específico o un pequeño grupo de individuos clave, a menudo el(los) fundador(es) de la institución. Fitch espera que la estructura administrativa superior de una institución sea acorde con su escala y complejidad, pero generalmente considerará que depender de individuos clave es una limitación, independientemente de cuán bien intencionada sea, ya que una partida podría causar una interrupción relevante en las perspectivas de negocio futuras y dañar su franquicia. Para ciertos gestores de inversiones, también pueden existir eventos desencadenantes en los documentos que rigen el gobierno de los fondos (como los acuerdos de sociedad limitada [LP] o los artículos de incorporación) que permitirían reembolsos o retiros anticipados por LP o la remoción de un socio general si una persona clave dejó la empresa. Si hay detonantes significativos que se desencadenan fácilmente y crean llamadas de liquidez potencialmente significativas, es probable que esto sea una limitación.

Fuente: Fitch Ratings.

Gobierno Corporativo

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Protección de derechos de los acreedores	Fundamental	Fitch considera la medida en la cual las prácticas de gobierno intrínsecas de una institución financiera no bancaria brindan una protección razonable a los intereses de los acreedores o si estos últimos pueden sufrir a costa de los intereses de otras partes interesadas, particularmente de accionistas, la administración, o debido a la influencia del gobierno. Fitch considera la efectividad del consejo de supervisión colectivamente, ya sea que comprenda suficiente experiencia, recursos, independencia y credibilidad para supervisar efectivamente a la administración.
Calidad de los informes financieros y procesos de auditoría	Complementario	En los casos en que se perciban deficiencias en los informes financieros (calidad, frecuencia y/o puntualidad) en comparación con las mejores prácticas internacionales, o donde los procesos de auditoría interna o externa parezcan menos sólidos en relación con el entorno operativo, Fitch puede asignar una puntuación menor al gobierno corporativo.
Partes Relacionadas	Complementario	La existencia de transacciones importantes con partes relacionadas puede ser negativa para la evaluación del gobierno corporativo. Su volumen, ya sea que se realicen en términos de mercado y los procedimientos internos para su revisión y aprobación son elementos clave de esta evaluación.
Gestión de posibles conflictos de interés de inversión	Complementario (para BDC y Gestores de inversiones)	Fitch evaluará la estructura de gobierno establecida por la compañía de gestión para evaluar posibles conflictos de interés. Las políticas pueden permitir establecer posiciones de capital y deuda en la misma compañía en diferentes vehículos de inversión. En las empresas que se encuentran en proceso de reestructuración o que enfrentan bancarrota potencial, la propiedad de intereses tanto de deuda como de capital puede presentar conflictos de interés sustanciales. Fitch evaluará las políticas y procedimientos de asignación y la participación de la junta directiva para limitar los riesgos que tales conflictos pueden presentar.
Gestión Interna contra externa	Complementario (para BDC y REIT hipotecarios)	Para los BDC y los REIT hipotecarios, Fitch se enfoca en si la compañía es administrada interna o externamente. Las entidades gestionadas externamente suelen ser administradas por empresas afiliadas que, a través de un acuerdo de gestión, proporcionan todos los servicios gerenciales y operativos. Desde una perspectiva de gobierno corporativo, Fitch generalmente tiene una visión más favorable de los equipos de administración interna que los equipos de administración externos, porque los equipos de administración interna están dedicados exclusivamente al emisor en cuestión, lo que minimiza los conflictos de interés. La administración externa puede tener varios vehículos de inversión bajo administración, con objetivos de inversión potencialmente superpuestos.
Estructuras Privadas/Sociedades	Complementario	Algunas instituciones financieras no bancarias son privadas o están estructuradas como sociedades. Esto puede hacer que la visión de la gestión sea más desafiante y significa que los gerentes que también son socios en la empresa actúen como agentes y directores al mismo tiempo, lo que podría afectar la evaluación de la gobernanza. Si los socios gerentes actúan con prudencia en los intereses generales de la empresa y toman acciones medidas o sufren personalmente las consecuencias económicas de una toma de riesgos excesiva, la evaluación de la gobernanza podría verse influida positivamente. Por el contrario, la toma de decisiones sin control por parte de los individuos puede ser negativa para la evaluación de la gobernanza.

Fuente: Fitch Ratings.

Objetivos Estratégicos

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Metas estratégicas cuantitativas	Fundamental	Los objetivos estratégicos de una institución son un reflejo de sus objetivos de negocio y financieros, que pueden incluir objetivos de negocio para la posición / participación del mercado o indicadores financieros. El cumplimiento de estos objetivos impulsa la toma de decisiones en toda la organización y, a menudo, motiva a la administración y los empleados. Fitch considerará que tan alcanzables y sostenibles son los objetivos y evaluará los supuestos subyacentes de plausibilidad, consistencia y adecuación, tales como tomar en cuenta los desafíos planteados por el entorno operativo de la institución financiera no bancaria, el modelo de negocios y la posición del mercado. El nivel de los objetivos estratégicos generalmente está influenciado por la medida en que los objetivos financieros y comerciales se articulan de manera clara y consistente, y la dirección estratégica parece apropiada para el entorno operativo de la institución financiera no bancaria, el perfil de la compañía, la posición competitiva y la experiencia administrativa.
Marco estratégico cualitativo	Fundamental	La evaluación de los objetivos estratégicos refleja hasta qué punto la estrategia a medio / largo plazo está bien estructurada, es cohesiva y sólida, se comunica de manera efectiva a los interesados y equilibra los riesgos y las recompensas. Fitch considerará las filosofías estratégicas clave de la administración, por ejemplo, el crecimiento orgánico contra el crecimiento por adquisiciones y / o la expansión regional / internacional frente a la concentración en los mercados nacionales, ya que esto puede resaltar fortalezas o debilidades en el plan estratégico. La evaluación de Fitch puede verse negativamente afectada si el modelo de negocio de una institución financiera bancaria cambia frecuentemente y significativamente a lo largo del tiempo (ya sea debido al desarrollo orgánico o fusiones/adquisiciones) o si la entidad se reestructura de manera significativa.
Revelación	Complementario	Cuando los presupuestos o proyecciones no están disponibles para apoyar la articulación de la dirección estratégica por parte de la administración, Fitch utilizará su juicio para determinar la capacidad y plausibilidad de la narrativa y las suposiciones subyacentes.

Fuente: Fitch Ratings.

Ejecución

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Historial de alcanzar objetivos declarados	Fundamental	Fitch considera el historial de ejecución de la institución financiera no bancaria frente a sus metas y objetivos establecidos en múltiples periodos, y en el contexto de cuán realistas o apropiados son los objetivos financieros y de negocio. La imposibilidad de alcanzar un objetivo estratégico, (incluida una métrica financiera específica) en un solo periodo de presentación de informes no necesariamente dará como resultado una calificación más débil siempre que Fitch considere que el objetivo estratégico se puede lograr en un horizonte de mediano plazo.
Actividad de Fusiones y Adquisiciones (M&A)	Complementario	La ejecución deficiente o lenta de una iniciativa de fusión, adquisición o reestructuración, o cuando Fitch considere que existe un historial inconsistente de ejecución de tales transacciones o iniciativas, probablemente dará como resultado un nivel de ejecución más bajo. La ejecución efectiva de una adquisición de negocio en línea con el plan puede influir positivamente en el nivel asignado a la ejecución. Si Fitch considera que el riesgo de ejecución futuro será elevado, esto también se tendrá en cuenta en la evaluación de Fitch de la ejecución de una institución financiera no bancaria.

Fuente: Fitch Ratings.

Administración y Estrategia

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc e inferiores
Calidad de la administración	La administración tiene un grado inigualable de profundidad, y experiencia. No existe el riesgo de personal clave. La administración mantiene un fuerte grado de credibilidad entre todas las principales partes a lo largo de los ciclos económicos. La institución tiene una cultura corporativa sólida y consistente.	La administración tiene un muy alto grado de profundidad, y experiencia. El riesgo de personal clave es limitado. La administración ha mantenido un muy alto grado de credibilidad entre todas las principales partes durante un período prolongado. La institución tiene una cultura corporativa sólida y consistente.	La administración tiene un alto grado de profundidad, y experiencia. El riesgo de personal clave es modesto. La administración mantiene un alto grado de credibilidad entre las principales partes. La institución tiene una cultura corporativa buena y consistente.	La administración tiene un buen grado de profundidad, y experiencia. El riesgo de personal clave es moderado. La administración tiene un buen nivel de credibilidad entre la mayoría de las partes. La cultura corporativa es fuerte, pero puede ser menos consistente que entidades con calificaciones más altas.	La administración tiene un grado aceptable de profundidad, y experiencia, pero notablemente menor que entidades con calificaciones más altas. El riesgo de personal clave es elevado. La dependencia en personas clave puede ser más predominante que en entidades con calificaciones más altas.	La administración puede tener evidentes debilidades, incluyendo la falta de profundidad, o experiencia. El riesgo de personal clave es alto.	Las deficiencias en la administración pueden ser significativas.
Gobierno Corporativo	Gobierno corporativo muy fuerte, brindando una protección sólida a los intereses de los acreedores. Una supervisión del consejo muy efectiva, información financiera de alta calidad y frecuente, transacciones con partes relacionadas muy limitadas. .		Gobierno corporativo sólido, brindando una protección razonable a los intereses de los acreedores. Una supervisión del consejo efectiva, información financiera de buena calidad y transacciones con partes relacionadas limitadas.		El gobierno es menos desarrollado que el de pares con calificación más alta pero sin presentar claramente riesgos significativos para los acreedores.	El gobierno corporativo da lugar a riesgos significativos para acreedores debido a una supervisión del consejo débil, información financiera pobre o transacciones con partes relacionadas significativas.	El gobierno corporativo da lugar a riesgos importantes para los acreedores debido a una supervisión del consejo muy débil, deficiencias contables considerables o transacciones con partes relacionadas muy grandes.
Objetivos estratégicos	Los objetivos estratégicos están claramente expresados y reflejan niveles sostenibles de desempeño de negocios y financiero a largo plazo. Los objetivos estratégicos permanecen altamente consistentes durante un período prolongado.	Los objetivos estratégicos están claramente expresados y reflejan un nivel sostenible de desempeño de negocios y financiero a largo plazo. Los objetivos estratégicos son muy consistentes a lo largo del tiempo.	Los objetivos estratégicos están bien expresados y reflejan un nivel de desempeño de negocios y financiero de mediano plazo. Los objetivos estratégicos pueden cambiar moderadamente con el tiempo.	Los objetivos estratégicos están documentados y reflejan un nivel de desempeño de negocios y financiero de mediano plazo. Los objetivos estratégicos pueden cambiar con el tiempo y ser más oportunistas.	Los objetivos estratégicos pueden no estar claramente expresados y/o reflejan un nivel de desempeño de negocios y financiero a corto plazo. Los objetivos estratégicos pueden cambiar con base en las oportunidades de mercado o a un menos estable entorno económico.	Los objetivos estratégicos no están expresados y reflejan un nivel de desempeño de negocios y financiero a corto plazo. Los objetivos estratégicos cambian frecuentemente inclusive por volatilidad del entorno económico.	Carecen de objetivos estratégicos o son susceptibles de ser altamente variables por una economía o entorno económico poco estable.
Ejecución	La institución cumple consistentemente con los objetivos de negocio y financieros a lo largo de ciclos económicos y/o de mercado.	La institución rutinariamente cumple con los objetivos de negocio y financieros con una variabilidad muy limitada durante los ciclos económicos y/o de mercado.	La institución generalmente cumple con los objetivos de negocio y financieros, sin embargo con una variabilidad modesta durante los ciclos económicos y/o de mercado.	La institución generalmente cumple con los objetivos de negocio y financieros. La ejecución podría ser más variable con cambios en los ciclos económicos y/o de mercado.	La institución a menudo no puede cumplir con los objetivos de negocio y financieros o tiene una trayectoria corta de ejecución. La ejecución podría ser variable con base en los cambios en los ciclos económicos y/o de mercado.	La institución no puede normalmente cumplir con los objetivos de negocio y financieros o tiene una trayectoria extremadamente limitada de ejecución. La ejecución podría ser sumamente variable con base en los cambios en los ciclos económicos y/o de mercado.	La institución no cumple con los objetivos de negocio o financieros o no cuenta con una trayectoria de ejecución.

Fuente: Fitch Ratings

II.4 Evaluación del Apetito de Riesgo

Importancia de esta Evaluación

La evaluación de los estándares de suscripción, controles de riesgo, crecimiento y riesgo de mercado son consideraciones importantes al determinar el perfil de riesgo de crédito intrínseco de una institución financiera no bancaria, ya que al final llevan a cambios en las métricas financieras clave de la institución financiera no bancaria. Fitch aplicará su propio juicio sobre el grado de riesgo inherente en una línea de negocio, producto o estrategia en particular. Fitch también considerará los riesgos operativos y/o de reputación cuando estos sean relevantes para la institución.

El análisis de Fitch del apetito de riesgo está centrado en aquellos riesgos que tienen una influencia relevante en el perfil general de crédito. La evaluación del apetito de riesgo está típicamente condicionada y frecuentemente limitada por la evaluación del perfil de negocio y el entorno operativo a menos que Fitch considere que los riesgos subyacentes pueden ser aislados de los efectos del(os) ambiente(s) operativos de la institución financiera no bancaria y el modelo/estrategia de negocios elegida. Es posible que el nivel de evaluación del apetito de riesgo sea más alto que el de entorno operativo o el perfil de la compañía (por ejemplo, un apetito de riesgo 'atípico' muy bajo respecto al entorno o al modelo operativo). Sin embargo, un apetito de riesgo muy bajo se esperaría que se reflejara en una consistentemente mejor calidad de activos y menor volatilidad de ingresos.

La estabilidad de los resultados a través del ciclo puede ser un indicador útil del apetito de riesgo. Un alto apetito de riesgo se puede mitigar de alguna forma empleando controles de riesgo fuertes, garantías y fijación de precios basada en riesgos aunque el rango de calificación natural para instituciones financieras no bancarias con un apetito de riesgo inherentemente más alto, será generalmente más bajo que para aquellas instituciones financieras no bancarias cuyo apetito de riesgo es considerado por Fitch como modesto o mejor manejado, si se aprecia que los controles son débiles o no han sido efectivos.

La evaluación de controles de riesgo incluye riesgos operativos (incluyendo cibernéticos) y reputacionales (incluyendo litigios/legales) cuando estos son relevantes para la institución o una parte integral del modelo de negocio o la(s) jurisdicción(es) en que opera.

Fitch analizará aquellos aspectos del riesgo de mercado que son considerados relevantes para la evaluación general del apetito de riesgo. La forma más típica de riesgo de mercado es el riesgo de tasa de interés debido a la función de transformación del vencimiento fundamental de muchas instituciones financieras no bancarias, pero la evaluación incluirá otros elementos tales como riesgos de valuación, derivados y de tipo de cambio cuando estos sean considerables. Los riesgos de mercado serán más altos para instituciones con operaciones relevantes de *trading* o cuando la actividad transfronteriza o la estructura del balance genere riesgos de tipo de cambio, por lo que este factor puede tomar mayor importancia relativa en estos casos.

Las siguientes tablas identifican aquellas características de apetito de riesgo que Fitch ha definido como 'fundamentales' contra 'complementarias' junto con una indicación de cómo cada característica es típicamente evaluada. La matriz de categorías de subfactores/calificación adjunta proporciona características representativas que ayudan a la determinación del nivel general asignado al factor en cada caso.

II.4.a Sociedades de Corretaje de Valores (Casas de Bolsa / Puestos de Bolsa)

La evaluación de Fitch del apetito de riesgo de las sociedades de corretaje de valores incluye los siguientes subfactores:

- controles de riesgo;
- crecimiento;
- riesgo de mercado;
- riesgo operativo.

Controles de Riesgo – Sociedades de Corretaje de Valores

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Herramientas de Gestión de Riesgos	Fundamental	La evaluación de Fitch de los controles de riesgos considera la amplitud y sofisticación de los sistemas de gestión de riesgos en relación con el perfil de riesgo de la empresa y los tipos de informes de gestión utilizados, cuando estos estén disponibles. Esto puede ayudar a indicar hasta qué punto los controles de riesgo impregnan a la organización con respecto a los riesgos clave en los que una empresa de valores típica puede incurrir, como los riesgos de mercado, operativos, reputacionales y crediticios. Fitch también puede incorporar cómo se evalúa el lanzamiento de nuevas actividades de negocios sustanciales en el contexto de los riesgos crediticios, de mercado, operativos y reputacionales asociados y su efecto en la franquicia en general.
Cultura y Personal	Complementario	Fitch intenta comprender el nivel de compromiso de la gestión de riesgos en toda la empresa, la variedad de comités y membresía, así como la independencia y la autoridad que conllevan las funciones de riesgo. También se pueden considerar los antecedentes y niveles de experiencia de los profesionales de la gestión de riesgos.

Fuente: Fitch Ratings.

Crecimiento — Sociedades de Corretaje de Valores

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Tasas absolutas y relativas de crecimiento	Fundamental	Fitch generalmente mide la expansión del balance contra el crecimiento económico subyacente, la retención de ganancias, el crecimiento del personal, la actividad del mercado y los promedios de pares, sectores e industrias para identificar cualquier valor atípico y evaluar la acumulación de riesgos potenciales. El rápido crecimiento puede oscurecer el análisis financiero, por ejemplo, dificultando la visión de la rotación del inventario y puede ser indicativo de una disminución de los estándares o una desaceleración de la demanda.
Crecimiento de Infraestructura	Complementario	El rápido crecimiento puede presentar otros desafíos, como las tensiones operativas, ya que el personal o los sistemas de back-office pueden no ser capaces de manejar un mayor volumen de negocios y, por lo tanto, serían negativos para la evaluación del crecimiento.

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo de Mercado — Sociedades de Corretaje de Valores

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Exposición a Riesgo de Mercado	Fundamental (para empresas con alto uso del balance) Complementario (para empresas con bajo uso del balance)	Para las empresas con actividades de trading significativas, la evaluación del riesgo de mercado de Fitch se centra en el grado de exposición al riesgo de mercado y los medios para medirlo y gestionarlo. Estos generalmente incluyen valor en riesgo (VaR), límites de pérdida máxima (<i>stop-loss</i>), límites de concentración, análisis de sensibilidad y pruebas de estrés.
Sensibilidad a la dinámica del mercado	Fundamental (para empresas con bajo uso del balance) Complementario (para empresas con alto uso del balance)	Aunque las empresas de corretaje que no poseen valores en sus balances generalmente tienen una exposición limitada al riesgo de mercado, sus ingresos están fuertemente expuestos al volumen de transacciones en el mercado, y por lo tanto, la evaluación de riesgo de mercado de Fitch se centra más ampliamente en la sensibilidad del modelo de negocio a la dinámica del mercado.
Pruebas de estrés y análisis de sensibilidad	Complementario	Cuando esté disponible, Fitch evalúa los informes de la administración de los riesgos específicos de los productos, sensibilidades y escenarios de estrés suplementario en una posición y en base consolidada. Cuando está disponible, Fitch también revisa los informes que incluyen el valor en riesgo (VaR) ajustado utilizando escenarios de estrés de liquidez o replicando períodos históricos de estrés. Fitch evalúa el uso de límites de estrés, pero esto no es comparable entre pares. Cuando es posible, Fitch evalúa la concentración del riesgo de mercado (por producto, emisor/contraparte, industria y país) en los portafolios de negociación e inversión y revisa la supervisión de la administración del inventario antiguo. Fitch también puede revisar las políticas con respecto a las garantías y las llamadas de margen y los motivos de los cambios realizados en ellas.
Actividad de cobertura y efectividad	Complementario	Las colaterales y las coberturas se emplean con frecuencia para mitigar el riesgo de mercado, pero las coberturas son imperfectas y, por lo tanto, en general se mantiene cierto grado de exposición al mercado y al crédito. Como resultado, tanto las posiciones brutas como netas se consideran en la evaluación de Fitch en la medida en que se tiene acceso a dicha información.
Desarrollo del mercado	Complementario	En mercados donde la volatilidad y los problemas de liquidez pueden ser extremos, se puede poner mayor énfasis en el nivel de los límites nominales/de efectivo. En los mercados emergentes, el riesgo de crédito/liquidación aún puede ser significativo. Fitch evalúa el nivel de entregas "sin pago" (a diferencia del pago a la entrega), especialmente en los mercados emergentes, donde el pago puede no ser tan inmediato.

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Riesgo de Mercado — Sociedades de Corretaje de Valores

Promedio VaR/Capital Base según Fitch

Fitch VaR Estresado/Capital Base según Fitch

Ingresos Principales Diarios de *Trading* / Promedio de VaR de *Trading*

Ingresos por Transacción Principal/Ingresos Totales

VaR – Valor en riesgo.

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo Operativo — Sociedades de Corretaje de Valores

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Infraestructura/Marco Operativos	Fundamental	La evaluación de Fitch del riesgo operativo de las empresas de valores se enfoca en la inversión en sistemas <i>front, middle y back office</i> acorde con la naturaleza del negocio, incluyendo el desarrollo/implementación de nuevos productos y las actualizaciones de sistemas. Las acumulaciones de liquidaciones, resoluciones y quejas de los clientes o un historial de problemas con el custodio de la empresa pueden ser indicadores de insuficiente apoyo del personal de back-office. Estos desafíos pueden ser exacerbados para las instituciones que han emprendido actividades de adquisición relevantes.
Experiencia en Pérdidas Operativas	Complementario	Si Fitch determina que una empresa tiene una infraestructura de riesgo operativo o un entorno de control débil, como fallas de sistemas, procesamiento de <i>trades</i> inexacto o incumplimiento de límites, esto típicamente tendrá un efecto negativo en la evaluación de riesgos operativos, particularmente en la medida que las fallas resultan en daños a la reputación, pérdida de negocios o multas/penalizaciones excesivas. El riesgo operativo puede tener un efecto más pronunciado en negocios menos diversificados, donde un déficit operacional puede resultar en daños temporales o permanentes a la franquicia principal de la compañía.

Fuente: Fitch Ratings.

Apetito de Riesgo — Sociedades de Corretaje de Valores

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc e inferiores
Controles de riesgo	Las herramientas de riesgo y de reporte son extremadamente sólidas. Límites de riesgo altamente conservadores y se respetan ampliamente. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo con cambios mínimos durante períodos prolongados. Los controles de riesgo se extienden por la organización. La exposición a riesgos operativos es muy baja. Los productos nuevos son altamente revisados y probados antes de lanzarlos.	Las herramientas de riesgo y de reporte son muy sólidas. Límites de riesgo son muy conservadores. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo con cambios menores durante períodos prolongados. Los controles de riesgo se extienden por la organización. La exposición a riesgos operativos es baja. Los productos nuevos son revisados y probados cuidadosamente antes de lanzarlos.	Las herramientas de riesgo y de reporte son sólidas. Límites de riesgo son conservadores. Se monitorean los límites de riesgo, pero pueden cambiar con base en las condiciones del negocio. Los controles de riesgo están centralizados. La exposición a riesgos operativos es modesta. Los productos nuevos son probados cuidadosamente antes de lanzarlos.	Las herramientas de riesgo y de reporte son buenas. Los límites de riesgo son buenos y se monitorean, aunque pueden fluctuar con base en las oportunidades. Los controles de riesgo son menos generalizados a lo largo de la organización. La exposición a riesgos operativos es moderada. Los productos nuevos son probados antes de lanzarlos.	Las herramientas de riesgo y de reporte son aceptables, pero pueden carecer de profundidad o sofisticación. Límites de riesgo son monitoreados con menor frecuencia que instituciones con mayor calificación. Los límites de riesgo pueden cambiar con base en las oportunidades de negocio. La exposición a riesgos operativos es mayor. Los productos nuevos pueden no ser revisados o probados a fondo antes de lanzarlos.	Las herramientas de riesgo y de reporte pueden ser deficientes. Los límites de riesgo son poco sofisticados y no se pueden monitorear con frecuencia. La violación de los límites puede que no desencadene una mayor atención de la administración. La exposición a riesgos operativos es alta. Los productos nuevos no son probados antes de lanzarlos.	Hay deficiencias significativas en los controles de riesgo.
Crecimiento	El crecimiento del balance o del negocio es poco probable que presionen la solvencia o superen el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocios. El entorno de control es sistemáticamente adaptado para cubrir mayores volúmenes de negocios.	El crecimiento del balance o del negocio raras veces presiona la solvencia o supera el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocios. El entorno de control es sistemáticamente adaptado para cubrir mayores volúmenes de negocios.	El crecimiento del balance o del negocio puede presionar la solvencia o superar el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocios. El entorno de control suele ser adaptado para cubrir mayores volúmenes de negocios.	El crecimiento del balance o del negocio más frecuentemente presiona la solvencia o exceden el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocios. El entorno de control puede quedarse atrás ante mayores volúmenes de negocios.	El crecimiento del balance o del negocio algunas veces presiona la solvencia y excede el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocios. El entorno de control puede quedarse atrás ante mayores volúmenes de negocios.	El crecimiento del balance usualmente presiona la solvencia y el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocios. El entorno de control se rezaga de forma rutinaria ante mayores volúmenes de negocios.	El crecimiento puede estar muy por encima de los niveles sostenibles. O la entidad puede no ser capaz de vender activos para lograr una necesaria contracción del balance.

Apetito de Riesgo — Sociedades de Corretaje de Valores (continuación)

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc e inferiores
Riesgo de mercado (directo e indirecto)	La exposición a riesgos de mercado es muy baja. Los riesgos estructurales de tasa de interés y de moneda extranjera son muy bajos con relación a sus pares. La intermediación por cuenta propia es muy baja.	La exposición a riesgos de mercado es baja. Los riesgos estructurales de tasa de interés y de moneda extranjera son bajos con relación a sus pares y mitigados apropiadamente a través de coberturas. La intermediación por cuenta propia es baja.	La exposición a riesgos de mercado es modesta. Los riesgos estructurales de tasa de interés estructural y de moneda extranjera son modestos y mitigados apropiadamente a través de coberturas. La intermediación por cuenta propia puede ser sustancial, pero tiene fuertes controles.	La exposición a riesgos de mercado es promedio. Es probable que se empleen técnicas de cobertura adecuadas. La intermediación por cuenta propia puede ser sustancial. Los controles pueden ser satisfactorios, pero algo por debajo de las mejores prácticas de la industria.	La exposición a riesgos de mercado es mayor. Los riesgos de mercado pueden abarcar riesgos de tasa de interés estructural y de moneda extranjera. Se pueden emplear técnicas básicas de cobertura o la eficacia algo comprometida.	La exposición a riesgos de mercado es alta o altamente variable. Los riesgos no se pueden cubrir eficazmente.	Puede haber riesgo de mercado significativo. No se han establecido controles.
Riesgo operativo	Muy sólida infraestructura/marco de riesgo operativo. Trayectoria demostrada de pérdidas operativo es limitadas.	Sólida infraestructura/marco de riesgo operativo. Trayectoria demostrada de pérdidas operativo es limitadas.	Buena infraestructura/marco de riesgo operativo es significativa se corrigen rápidamente.	Adecuada infraestructura de riesgo operativo, con algunos procesos subcontratados con terceros procesadores. Pueden ocurrir pérdidas operativas, pero son manejables.	Limitada infraestructura de riesgo operativo, con una gran dependencia alta en terceros proveedores. Historial de pérdidas/problemas operativos.	Débil infraestructura de riesgo operativo. Historial de pérdidas/problemas operativos.	Faltas significativas de administración de riesgo operativo.

Fuente: Fitch Ratings.

II.4.b Administradores de Inversiones

La evaluación de Fitch del apetito de riesgo de los administradores de inversiones, las compañías de inversión y los fondos de inversión considera los siguientes sub-factores:

- controles de riesgo;
- crecimiento;
- riesgo de mercado y riesgo de contraparte;
- riesgo operativo (para administradores de inversiones y fondos de inversión) o prácticas de colocación (para compañías de inversión).

Controles de Riesgo — Administradores de Inversiones

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Herramientas de Administración de Riesgos	Fundamental	Fitch evalúa la capacidad de los administradores de inversión para identificar, medir, administrar y monitorear el riesgo, como esto es soportado por sus sistemas de riesgo y reporte y la inversión en tecnología. Las áreas clave que Fitch toma en consideración son la independencia y efectividad de las funciones de administración de riesgos y cumplimiento, el entendimiento e involucramiento de los administradores sénior en temas de administración de riesgos y la existencia de líneas de reporte, y si existe una función a nivel corporativo que monitoree los riesgos tomados en las inversiones por los gestores individuales para evaluar su potencial impacto acumulado en el desempeño de los activos/calidad de activos, ganancias y franquicia de la firma. La evaluación de Fitch de los controles de riesgo puede considerar los tipos de reportes a la administración utilizados, cuando estén disponibles. Esto puede ayudar a indicar qué tan lejos permean los controles de riesgo en la organización. Para compañías de inversión y fondos de inversión, la supervisión e infraestructura de administración de riesgos se lleva a cabo ya sea por los empleados de la compañía de inversiones o a través de una afiliada externa al administrador de inversiones. Por lo tanto el marco de administración de riesgos a nivel del administrador de inversiones se considera cuando sea relevante. El administrador de inversiones puede proveer también del marco de riesgos y estrategia al fondo.
Límites de Riesgos	Complementario	La evaluación de Fitch de los controles de riesgos puede también extenderse a límites formales de riesgo que existan, particularmente para firmas o fondos con exposiciones más complejas de riesgo de mercado. El análisis de Fitch tenderá a enfocarse en el VaR de una firma o en las ganancias en riesgo, límites stop-loss, concentraciones y resultados de pruebas de estrés cuando estén disponibles.
Pruebas de Escenarios	Complementario	Cuando estén disponibles y sean relevantes, Fitch evaluará las pruebas de escenario llevadas a cabo considerando las actividades de negocio actuales/futuras y, en la medida de lo posible, evalúa el desempeño contra las medidas de riesgo. En casos en los que los resultados de las pruebas de estrés se consideren relevantes, pero no estén disponibles, esto podría llevar a menores niveles de calificación individual.

VaR –Valor en riesgo.

Fuente: Fitch Ratings.

Crecimiento — Administradores de Inversiones

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Tasas absolutas y relativas de crecimiento	Fundamental	Cuando el crecimiento ha sido orgánico, la evaluación de crecimiento de Fitch se enfoca en si la empresa posee la experiencia interna apropiada en inversión para administrar estrategias nuevas y/o más grandes, ya que un desempeño menor en una base relativa podría generar un daño reputacional significativo para la empresa. Fitch también busca entender por qué las tasas de crecimiento de (F)AUM (activos administrados) pueden diferir entre empresas similares.
Impactos de crecimiento inorgánico	Complementario	Para los administradores de inversión que han crecido rápidamente mediante adquisiciones, el éxito de una estrategia de crecimiento se evalúa mediante la evaluación de parámetros de adquisición y disciplina de precios, el desempeño previo y posterior a la adquisición, la rotación de clientes, las estadísticas de retención de empleados y la capacidad de gestionar la cultura empresarial.
Crecimiento de Infraestructura	Complementario	La evaluación de Fitch puede verse negativamente afectada cuando no existe una infraestructura acorde para respaldar el crecimiento. Por otro lado, la ejecución exitosa de crecimiento medido con disciplina demostrada en infraestructura y la gestión de la integración podría afectar positivamente la evaluación de crecimiento de Fitch si contribuye a la franquicia al construir (F)AUM, poder de ganancias (particularmente si es una fuente estable), reputación, canales de distribución (nuevas bases de clientes) y diversificación de productos o alcance geográfico. Para las compañías de inversión y los fondos de inversión, el crecimiento se puede ver positivamente cuando se ve impulsado por una fuerte apreciación de los activos.

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo de Mercado y de Contraparte — Administradores de Inversiones

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Riesgo de Valuación de Activos	Fundamental	La evaluación de Fitch del riesgo de mercado considera hasta qué punto el gestor de inversiones depende de las comisiones basadas en el valor neto de los activos (NAV), dado el impacto de los movimientos de valoración en los honorarios de gestión. Este riesgo es más prevalente para los gestores de inversiones tradicionales porque operan fondos abiertos con activos relativamente líquidos. Los gestores de inversiones alternativos generalmente tienen una mayor porción de comisiones basadas en capital comprometido o capital invertido, que no se verán afectados por movimientos de valoración subyacentes o actividad de amortización, aunque las caídas del mercado más amplias pueden disminuir el ritmo de las llamadas / inversiones de capital del fondo y, por lo tanto, presionar las tasas internas de rendimiento del fondo. El riesgo de mercado también es un importante factor de calificación crediticia individual para las compañías de inversión, fondos de inversión y gestores de inversiones que coinvierten, ganan comisiones por desempeño o difieren las comisiones en el fondo, ya que las ganancias y el apalancamiento se basarán en la valoración de inversiones de fondos subyacentes.
Proceso de Valuación de Activos	Complementario	La independencia de los procesos de valoración periódica y si se realiza internamente o utilizando terceros puede ser una consideración importante, particularmente para las inversiones privadas, que pueden requerir técnicas de modelado o depender de ventas comparables. En tales casos, Fitch revisa la razonabilidad de la metodología de valoración, cómo la administración resuelve las inversiones problemáticas y el uso de terceros para propósitos de valoración. Las herramientas de validación de modelos para garantizar que los procesos de valoración sean razonables y consistentes con el <i>seniority</i> de la inversión en la empresa subyacente pueden ser fundamentales. El riesgo del modelo es menos relevante para los gestores de inversión tradicionales dado que la mayoría de sus activos se consideran Nivel 1 para fines contables, lo que significa que tienen un valor de mercado fácilmente disponible. Fitch puede obtener comodidad con el proceso de valuación de una empresa a lo largo del tiempo al comparar los valores de salida de la inversión con los valores razonables del trimestre anterior.
Riesgo de Tasas de Interés y Tipo de Cambio	Complementario	La evaluación de riesgo de mercado de Fitch también puede incluir una revisión de los métodos utilizados para medir, monitorear y controlar el riesgo de tasa de interés, que puede manifestarse de varias formas, incluyendo su impacto en la generación de comisiones (como en los productos de administración de efectivo), el desempeño de la inversión (como en los fondos de renta fija) y la sensibilidad del balance (por ejemplo, para los activos de conversión o los pasivos a tasa variable). Cuando corresponda, Fitch también considera la sensibilidad de los ingresos a los movimientos en las tasas de interés y las divisas y si la exposición está cubierta de forma natural, con compensaciones dentro de la cartera de activos, o cubierta activamente con derivados. Es más probable que una considerable exposición no cubierta tenga un impacto negativo en la evaluación de riesgo de mercado de Fitch.
Calidad y Diversificación de Contrapartes	Complementario	La calidad y diversificación de contrapartes se evalúan en el contexto de la colocación de los propios fondos excedentes del administrador de inversiones, pero también en nombre de los activos del fondo administrado, dada la posible necesidad de mover las actividades de compensación, negociación y préstamo de valores a otras partes si una contraparte enfrenta dificultades. Las concentraciones de contraparte podrían plantear mayores riesgos operativos y/o financieros, que tienen un impacto negativo en la evaluación del riesgo de mercado de Fitch. Para las empresas de inversión, la dependencia en contrapartes para la cobertura y/o el financiamiento es generalmente limitada y, como tal, el riesgo de contraparte suele ser un factor de baja influencia. Para los fondos de inversión, Fitch evalúa la diversidad de las relaciones de corretaje principales, que son una fuente importante de financiamiento, así como de compensación, liquidación y otros servicios. La exposición desmesurada a una sola contraparte que enfrenta dificultades financieras podría resultar en la incapacidad del fondo para retirar garantías o fondos en exceso contabilizados. La diversificación de estas contrapartes puede tener una influencia positiva en la evaluación del riesgo de mercado, aunque esto se equilibra con el mayor costo y la posible pérdida de eficiencia al revisar las relaciones de corretaje principales. Fitch también busca entender hasta qué punto un fondo de inversión requiere la segregación de sus activos, incluyendo garantías, o límites en la rehipotecación en el corredor de bolsa para garantizar el acceso a sus valores en caso de que su corredor principal enfrente dificultades.

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo Operativo — Administradores de Inversiones

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Infraestructura/ Marco Operativo	Fundamental	Al evaluar el operativo, Fitch considera los procesos vigentes relacionados con el desempeño del cumplimiento, operaciones, crédito y/o las inversiones. Si Fitch determina que la infraestructura operacional es débil o que el operativo no está bien controlado, es probable que afecte negativamente la evaluación del operativo de Fitch dado el potencial de riesgo reputacional, legal o ambos. Para los fondos de inversión, el riesgo operativo puede ser una consideración importante, particularmente si el fondo se enfoca en estrategias de negociación que involucran alta complejidad, volumen y/o automatización. Para las compañías de inversión, el riesgo operativo suele ser un factor de baja influencia dado un número menor (relativo) de inversiones y una rotación de inversión (relativa) menos frecuente. Además, dado que la creación de valor se basa típicamente en la apreciación de activos, Fitch tiende a poner más énfasis en los estándares de suscripción de las compañías de inversión en términos de contratación, debida diligencia (<i>due diligence</i>), revisión del comité de inversión, estructuración y monitoreo.
Subcontratación Operacional	Complementario	Muchos administradores de inversiones, compañías de inversión y fondos de inversión subcontratan funciones operativas clave a procesadores externos, como custodios de activos, servicios de fijación de precios independientes o procesadores de <i>trades</i> . En tales casos, el riesgo operativo todavía existe, pero está controlado por la administración de la empresa y el análisis de sus proveedores. La evaluación de riesgos operativos de Fitch puede considerar cómo se administran la selección y retención del proveedor.
Historial de Pérdidas Operativas	Complementario	Otro posible indicador de la calidad de la gestión del riesgo operativo es el historial de pérdidas operativas pasadas, si está disponible. La mayoría de las empresas que cotizan en bolsa discutirán pérdidas significativas en sus revelaciones financieras. Para firmas privadas, Fitch buscará revisar un registro de tales pérdidas para comprender su naturaleza y si se han establecido controles suficientes para que su recurrencia sea menos probable.

Fuente: Fitch Ratings.

Apetito de Riesgo — Administradores de Inversiones

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc e inferiores
Controles de riesgo	Las herramientas de riesgo y de reporte son extremadamente sólidas. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo con cambios mínimos durante periodos prolongados. Nuevas estrategias/ verticales de la industria son ampliamente revisadas y probadas antes de lanzarlas.	Las herramientas de riesgo y de reporte son muy sólidas. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo con cambios menores durante periodos prolongados. Nuevas estrategias/ verticales de la industria son revisadas y probadas cuidadosamente antes de lanzarlas.	Las herramientas de riesgo y de reporte son sólidas. Se monitorean los límites de riesgo, pero pueden cambiar con base en las condiciones del negocio. Nuevas estrategias/ verticales de la industria son probadas cuidadosamente antes de lanzarlas.	Las herramientas de riesgo y de reporte son buenas. Los límites de riesgo son fuertes y se monitorean, aunque pueden fluctuar con base en las oportunidades. Nuevas estrategias/ verticales de la industria son probadas antes de lanzarlas.	Las herramientas de riesgo y de reporte son aceptables, pero pueden carecer de profundidad o sofisticación. Los límites de riesgo pueden cambiar con base en las oportunidades de negocio. Nuevas estrategias/verticales de la industria puede que no sean revisadas completamente o probadas antes de lanzarlas.	Las herramientas de riesgo y de reporte pueden ser deficientes. Los límites de riesgo son poco sofisticados y puede que no sean monitoreados con frecuencia. Nuevas estrategias/ verticales de la industria no son probadas antes de lanzarlas.	Hay deficiencias significativas en los controles de riesgo.
Crecimiento	El crecimiento de (F)AUM o crecimiento de negocio está alineado con las oportunidades de mercado. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio.	El crecimiento de (F)AUM o crecimiento de negocio está generalmente alineado con las oportunidades de mercado. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio.	El crecimiento de (F)AUM o crecimiento de negocio está generalmente alineado con las oportunidades de mercado. El ambiente de control generalmente se adapta adecuadamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio.	El crecimiento de (F)AUM o crecimiento de negocio puede superar modestamente las oportunidades de mercado. El ambiente de control se puede quedar atrás ante volúmenes más altos de negocio.	El crecimiento de (F)AUM o crecimiento de negocios puede superar significativamente las oportunidades de mercado. Es probable que el ambiente de control se quede atrás ante volúmenes de negocio.	El crecimiento de (F)AUM o crecimiento de negocios puede superar considerablemente las oportunidades de mercado. El ambiente de control rutinariamente se queda atrás ante volúmenes más altos de negocio.	El crecimiento de (F)AUM puede estar muy por encima de niveles sostenibles.
Riesgo de mercado y riesgo de contraparte	La exposición a riesgos de mercado es muy baja. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son muy bajos con relación a sus pares. La valoración del portafolio es completamente independiente. El riesgo de contraparte está extremadamente bien administrado y diversificado.	La exposición a riesgos de mercado es baja. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son bajos con relación a sus pares y mitigados apropiadamente. La valoración del portafolio es completamente independiente. El riesgo de contraparte está bien administrado y diversificado.	La exposición a riesgos de mercado es modesta. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son modestos y mitigados apropiadamente. La valoración del portafolio es completamente independiente. El riesgo de contraparte está razonablemente administrado y diversificado.	La exposición a riesgos de mercado es promedio. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son mitigados apropiadamente. La valoración del portafolio involucra a terceros independientes. El riesgo de contraparte está adecuadamente administrado y diversificado.	La exposición a riesgos de mercado es mayor. Se pueden usar técnicas básicas de cobertura o la eficacia está algo comprometida. La valoración del portafolio es interna. La administración del riesgo de contraparte está por debajo del promedio con una diversificación limitada.	La exposición a riesgos de mercado es alta o altamente variable. Los riesgos puede que no se cubra eficazmente. Pobre administración del riesgo de contraparte con una alta concentración.	Puede haber riesgos de mercado significativos relacionados con tasas de interés o moneda extranjera.

Apetito de Riesgo — Administradores de Inversiones (continuación)

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc e inferiores
Riesgo operativo	Muy sólida infraestructura/marco de riesgo operativo. Trayectoria demostrada de pérdidas operativas limitadas.	Sólida infraestructura/marco de riesgo operativo. Trayectoria demostrada de pérdidas operativas limitadas.	Buena infraestructura/marco de riesgo operativo. Las pérdidas operativas significativas se corrigen rápidamente.	Adecuada infraestructura de riesgo operativo, con algunos procesos subcontratados con terceros procesadores. Pueden ocurrir pérdidas operativas, pero son manejables.	Limitada infraestructura de riesgo operativo, con una gran dependencia en terceros proveedores. Historial de pérdidas/problemas operativos.	Débil infraestructura de riesgo operativo. Historial de pérdidas/problemas operativos.	Faltas significativas de administración de riesgo operativo y de contraparte.

Fuente: Fitch Ratings.

II.4.c Empresas de Desarrollo de Negocios (BDC)

La evaluación de Fitch del apetito de riesgo para las BDC considera los siguientes sub-factores:

- estándares de originación;
- controles de riesgo;
- crecimiento;
- riesgo de mercado.

Estándares de Originación — Empresas de Desarrollo de Negocios

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Construcción del Portafolio	Fundamental	Fitch intenta identificar el apetito de riesgo general de una BDC revisando la construcción del portafolio, los rendimientos, las concentraciones de la industria y del emisor, y las estadísticas subyacentes del portafolio de la compañía, incluyendo el EBITDA promedio, el apalancamiento, la cobertura de intereses y la exposición a préstamos con limitaciones bajas. Un BDC que genera rendimientos de portafolio desmesurados en relación con sus pares podría indicar una capacidad para identificar y estructurar inversiones únicas y complejas que requieran un mayor rendimiento, lo que podría ser un factor positivo o podría indicar un mayor apetito de riesgo, lo que sería un factor negativo. Una observación del desempeño de la cartera durante un período prolongado ayuda a Fitch en su capacidad para diferenciar entre estas dos posibilidades.
Proceso de Originación	Complementario	La evaluación de Fitch de los estándares de originación de un BDC considera la contratación, el due diligence, la revisión del comité de inversión, la estructuración, el financiamiento y el monitoreo. Fitch puede revisar los memorandos de inversión y otros documentos de suscripción, cuando estén disponibles, para evaluar si el proceso es integral, particularmente cuando el BDC no tiene un historial de suscripción largo y establecido. Fitch también se enfoca en el desarrollo y monitoreo de las relaciones clave para comprender los riesgos de concentración y el potencial de selección adversa.
Desempeño y Consistencia de Portafolio	Complementario	La cultura de crédito y los estándares de BDC generalmente deberían mostrar consistencia, aunque Fitch reconoce que el volumen de originación de un BDC puede variar hasta cierto punto en función de las condiciones del mercado. A lo largo del tiempo, se forma una opinión sobre la perspicacia y consistencia de la suscripción de BDC, que se observa mejor según el desempeño a través de un ciclo económico completo. En ausencia de esa información, Fitch buscará información sobre el desempeño previo de la administración administrando activos y estructuras similares a través de una variedad de condiciones de mercado, aunque un historial operativo corto es generalmente un factor de calificación limitante. La evidencia de suscripción fuerte y consistente durante un período prolongado puede influir positivamente en la evaluación de Fitch de los estándares de suscripción.

Fuente: Fitch Ratings.

Controles de Riesgo — Empresas de Desarrollo de Negocios

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Herramientas de Gestión de Riesgos	Fundamental	La evaluación de Fitch de los controles de riesgo de un BDC puede verse influida positivamente por herramientas de gestión de riesgo sólidas y efectivas que permiten que BDC se adhiera efectivamente a su marco de apetito de riesgo y sus estándares de originación. Estos generalmente incluyen límites relacionados con la industria o las concentraciones del emisor, riesgos de mercado y controles operativos. También pueden incluir herramientas tales como calificaciones internas, listas de observación u otras escalas de monitoreo de riesgos.
Reportes de riesgo	Complementario	La evaluación de Fitch de los controles de riesgo de un BDC también puede considerar los tipos de informes de gestión utilizados, cuando estos estén disponibles. Esto puede ayudar a indicar hasta qué punto los controles de riesgo impregnan a la organización con respecto a los riesgos clave en los que puede incurrir un BDC, como los riesgos de crédito, de mercado y operativos. Un impulsor negativo de la evaluación de Fitch de los controles de riesgo de un BDC serían las deficiencias en la gestión del riesgo operativo que ya se han manifestado y no están resueltas.

Fuente: Fitch Ratings.

Crecimiento — Empresas de Desarrollo de Negocios

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Tasas absolutas y relativas de crecimiento	Fundamental	El crecimiento de un BDC se evalúa de forma absoluta y relativa en función de las oportunidades de mercado, las condiciones de suscripción y la propia experiencia y trayectoria de la empresa en el sector. El crecimiento desmesurado en condiciones del mercado competitivo, caracterizado por spreads más ajustados, mayor apalancamiento y paquetes con <i>covenants</i> más flexibles, podría aumentar los riesgos de concentraciones en cosechas y conducir a posibles problemas de calidad de activos en el futuro, lo que se vería negativamente. Fitch considera si el tamaño y las relaciones de BDC le brindan mayor selectividad de operación y flexibilidad de estructuración a pesar de las condiciones de mercado más severas, pero sacrificar la calidad para el crecimiento tendría un impacto negativo en la evaluación de Fitch.
Crecimiento Infraestructura	Complementario	La evaluación de crecimiento de Fitch también considera si la infraestructura de BDC se está expandiendo adecuadamente para administrar una cartera más grande. El crecimiento de la infraestructura debe abarcar a los profesionales de inversión de primera línea, la contabilidad de back-office, el apoyo financiero y administrativo y los recursos tecnológicos. La expansión hacia nuevos mercados verticales de la industria también debería medirse y estar acompañada por un crecimiento acorde en el personal adecuadamente capacitado. Si no se invierte lo suficiente en la plataforma operativa, podrían producirse pérdidas crediticias y/o operativas, lo que tendría un impacto negativo en la evaluación de Fitch.

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo de Mercado — Empresas de Desarrollo de Negocios

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Proceso de Valuación de Portafolio	Fundamental	Dada la falta de liquidez de la mayoría de los activos del portafolio de BDC, las estimaciones de valor razonable a menudo requieren numerosos supuestos de la administración. Como resultado, Fitch considera favorablemente la participación de terceros independientes en el proceso de valoración trimestral. Un BDC que reciba valoraciones independientes sobre su portafolio completo cada trimestre se consideraría más favorable que un BDC que solo tenga una parte de su portafolio valorado por un tercero o que tenga todo su portafolio valorado por un tercero pero con menor frecuencia. Sin embargo, Fitch espera que la gerencia y la junta participen activamente en el proceso trimestral para identificar discrepancias o inconsistencias en la valoración del portafolio de la empresa y como una herramienta para monitorear el desempeño del portafolio.
Consistencia de Valuación de Portafolio	Complementario	Fitch evalúa la competencia de valuación de BDC en el tiempo mediante la revisión de las salidas de la del portafolio frente al valor razonable del trimestre anterior. Si los ingresos por venta están consistentemente por debajo del valor razonable, Fitch cuestionaría la suficiencia del proceso de valuación y/o la competencia del proveedor externo. Por el contrario, si las salidas son consistentemente superiores al valor justo del trimestre anterior, Fitch consideraría si el BDC estaba siendo demasiado conservador en su proceso de valuación, en un esfuerzo por reconocer ganancias regulares realizadas. Fitch espera que las valuaciones arriba/abajo generalmente promedien en el largo plazo.
Riesgo de tasas de interés y tipo de cambio	Complementario	Fitch considera cómo las ganancias de BDC pueden verse afectados por un entorno de tasas cambiantes, teniendo en cuenta la combinación de activos fijos/flotantes y financiamiento. Cuando los derivados se emplean para administrar la exposición a la tasa de interés, Fitch considera su costo y efectividad a lo largo del tiempo, además de la exposición de la contraparte. Cuando corresponda, Fitch considera la exposición de BDC a movimientos de moneda extranjera y el impacto potencial sobre la rentabilidad y el apalancamiento. Si se emplean derivados para administrar la exposición, Fitch considera su costo y efectividad a lo largo del tiempo, además de la exposición de la contraparte.

Fuente: Fitch Ratings.

Apetito de Riesgo — Empresas de Desarrollo de Negocios

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc e inferiores
Estándares de originación	Los estándares de originación tienen claramente una aversión al riesgo y son mucho más conservadoras de lo evidente en otras partes en la industria. Las normas de crédito son consistentes con los cambios mínimos a lo largo de los ciclos económicos. Se incorporan expectativas de desempeño de largo plazo. La estructura de la cartera es únicamente de préstamos con garantía en primer lugar.	Los estándares de originación son de muy bajo riesgo y más conservadoras que en otras partes en la industria. Las normas de crédito son consistentes con cambios menores durante los ciclos económicos. Se incorporan expectativas de desempeño de largo plazo. La estructura de la cartera es únicamente de préstamos garantizados.	Los estándares de originación son de bajo riesgo y generalmente más estrictas que la práctica en la industria. Las normas de crédito son consistentes en gran parte, pero pueden variar moderadamente durante ciclos económicos. Las normas reflejan expectativas de desempeño de mediano plazo. La estructura de la cartera es únicamente de préstamos.	Los estándares de originación generalmente corresponden con las prácticas generales en la industria. Las normas de crédito son variables durante los ciclos económicos. Las normas reflejan expectativas de desempeño de mediano plazo. La estructura de la cartera puede tener una exposición mínima a posiciones de capital.	Los estándares de originación reflejan generalmente un apetito de riesgo por encima del promedio. Las normas de crédito pueden ser más agresivas que los promedios generales de la industria. Es probable que las normas cambien notoriamente durante los ciclos económicos. La estructura de la cartera puede tener una exposición modesta a posiciones de capital.	Los estándares de originación muestran un apetito de riesgo mayor. Las normas de crédito son normalmente más agresivas que los promedios generales de la industria y es probable que cambien considerablemente durante los ciclos económicos. La estructura de la cartera puede tener una exposición significativa a posiciones de capital.	Los estándares de originación dan lugar a una alta exposición al riesgo y es probable que reflejen estrés dentro de la entidad. Las normas de crédito no tienen una trayectoria perceptible. Las normas pueden fluctuar frecuentemente. La estructura de la cartera puede tener una exposición importante a posiciones de capital.
Controles de riesgo	Las herramientas de riesgo y de reporte son extremadamente robustas. Los límites de riesgo son altamente conservadores y respetados. Los límites de riesgo son monitoreados rutinariamente con cambios mínimos durante largos períodos. La exposición a riesgos operativos es muy baja. Las nuevas estrategias y verticales de la industria se investigan y prueban ampliamente antes del lanzamiento.	Las herramientas de riesgo y de reporte son muy robustas. Los límites de riesgo son muy conservadores. Los límites de riesgo son monitoreados rutinariamente con cambios nominales durante largos períodos. La exposición a riesgos operativos es baja. Las nuevas estrategias y verticales de la industria se investigan cuidadosamente y se prueban antes del lanzamiento.	Las herramientas de riesgo y de reporte son robustas. Los límites de riesgo son conservadores. Los límites de riesgo son monitoreados pero pueden cambiar sujetos a condiciones de negocios. La exposición a riesgos operativos es modesta. Las nuevas estrategias y verticales de la industria se prueban cuidadosamente antes del lanzamiento.	Las herramientas de riesgo y de reporte son buenas. Los límites de riesgo son sólidos y monitoreados, aunque pueden fluctuar según las oportunidades. La exposición a los riesgos operativos es moderada. Las nuevas estrategias y verticales de la industria se prueban antes del lanzamiento.	Las herramientas de riesgo y de reporte son aceptables, pero pueden carecer de profundidad o sofisticación. Los límites de riesgo son monitoreados con menos frecuencia que las instituciones de mayor calificación. Los límites de riesgo pueden cambiar en función de las oportunidades de negocio. La exposición a los riesgos operativos es mayor. Las nuevas estrategias y verticales de la industria pueden no ser examinadas o probadas a fondo antes del lanzamiento.	Las herramientas de riesgo y de reporte pueden ser deficientes. Los límites de riesgo son poco sofisticados y pueden no ser monitoreados con frecuencia. La exposición a los riesgos operativos es alta. Las nuevas estrategias y verticales de la industria no se prueban antes del despliegue.	Hay deficiencias significativas en los controles de riesgos.
Crecimiento	El crecimiento del balance general o crecimiento del negocio está alineado con las oportunidades de mercado y las condiciones de colocación. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio.	El crecimiento del balance general o crecimiento del negocio rara vez supera las oportunidades de mercado o las condiciones de colocación. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio.	El crecimiento del balance general o crecimiento del negocio puede en ocasiones superar las oportunidades de mercado y las condiciones de colocación. El ambiente de control generalmente se adapta adecuadamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio.	El crecimiento del balance general o crecimiento del negocio supera más seguido a las oportunidades de mercado y las condiciones de colocación. El ambiente de control se puede quedar atrás ante volúmenes más altos de negocio.	El crecimiento del balance general o crecimiento del negocio puede superar moderadamente las oportunidades de mercado y las condiciones de colocación. Es probable que el desarrollo del ambiente de control se quede atrás ante altos volúmenes de negocio.	El crecimiento del balance general o crecimiento del negocio puede superar considerablemente las oportunidades de mercado y las condiciones de colocación. El ambiente de control rutinariamente se queda atrás ante volúmenes más altos de negocio.	El crecimiento puede estar muy por encima de niveles sostenibles.

Apetito de Riesgo — Empresas de Desarrollo de Negocios (continuación)

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc e inferiores
Riesgo de mercado	La exposición a riesgos de mercado es muy baja. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son muy bajos con relación a sus pares. La valoración del portafolio es completamente independiente. Los colchones regulatorios son muy importantes y administrados en relación con la composición del portafolio.	La exposición a riesgos de mercado es baja. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son bajos con relación a sus pares y mitigados apropiadamente. La valoración del portafolio es completamente independiente. Los colchones regulatorios son importantes y administrados en relación con la composición del portafolio.	La exposición a riesgos de mercado es modesta. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son modestos y mitigados apropiadamente. La valoración de la cartera es completamente independiente. Los colchones regulatorios son significativos y administrados en relación con la composición del portafolio,	La exposición a riesgos de mercado es promedio. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son mitigados apropiadamente. La valoración del portafolio involucra a terceros independientes. Existen colchones regulatorios y son administrados en relación con la composición del portafolio.	La exposición a riesgos de mercado es mayor. Se pueden usar técnicas básicas de cobertura o la eficacia está algo comprometida. La valoración del portafolio es interna. Pueden existir colchones regulatorios, pero no son administrados en relación con la composición del portafolio.	La exposición a riesgos de mercado es alta o altamente variable. Los riesgos pueden no ser efectivamente cubiertos. Los colchones regulatorios son mínimos y no son administrados en relación con la composición del portafolio.	Puede haber riesgos de mercado significativos relacionados con tasas de interés o moneda extranjera. No existen colchones regulatorios.

Fuente: Fitch Ratings

II.4.d Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

La evaluación de Fitch del apetito de riesgo de las compañías de financiamiento y arrendamiento considera los siguientes sub-factores:

- estándares de originación;
- controles de riesgo;
- crecimiento;
- riesgo de mercado.

Estándares de Originación — Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Políticas y Procedimientos	Fundamental	La evaluación de Fitch de los estándares de originación de una compañía de financiamiento y arrendamiento considera los informes internos de crédito de la administración y las desviaciones de la política, si están disponibles, cómo se informan los préstamos en problemas y las prácticas de indulgencia, para garantizar que el emisor no retrase el reconocimiento de créditos problemáticos particularmente en situaciones donde el emisor no tiene una larga y establecida trayectoria de suscripción a través del ciclo.
Gestión de Riesgo de Valor Residual	Complementario	Fitch evalúa la exposición de un emisor y la gestión del riesgo de valor residual entendiendo las políticas de precios de la compañía, su capacidad de monitorear la condición de los activos bajo arrendamiento, su flexibilidad para alterar los pagos de arrendamiento (por ejemplo, cargos adicionales por desgaste) o de enmendar contratos, la liquidez relativa del mercado para el colateral con uso y el acceso de la empresa de arrendamiento a una variedad de canales para desplazarlos. La capacidad de controlar las ganancias/pérdidas de valor residual de manera efectiva a través de una variedad de ciclos de activos se considera la demostración más clara de las capacidades de gestión de riesgos residuales.
Específicos del Modelo de Negocio	Complementario	Ciertos tipos de compañías financieras y de arrendamiento, como los compradores de deudas, no originan los préstamos que llevan en el balance o administran. Su modelo de negocio significa que la calidad de los activos será intrínsecamente débil y su capacidad para generar flujo de efectivo para el servicio de la deuda será en gran parte función de la medida en que las recuperaciones/cobros excedan el precio pagado por los préstamos. En consecuencia, para dichas compañías, la evaluación de Fitch de los estándares de suscripción se enfocará también en la disciplina de fijación de precios a través de los ciclos económicos. Las medidas de la industria tales como "efectivo en múltiplos de efectivo" (es decir, cobros hasta la fecha más los pagos restantes estimados divididos por el precio de compra) pueden ser un indicador útil de la disciplina de fijación de precios que Fitch revisará, cuando esté disponible.

Fuente: Fitch Ratings.

Controles de Riesgo — Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Herramientas de Gestión de Riesgos	Fundamental	Fitch evalúa la adherencia de una compañía de financiamiento y arrendamiento a su marco de apetito de riesgo y estándares de suscripción al considerar la solidez y efectividad de sus herramientas y sistemas de gestión de riesgos. En general, estos incluyen límites relacionados con las concentraciones de crédito, la geografía, los riesgos de mercado y los controles operativos. También pueden incluir herramientas tales como <i>scorecards</i> personalizados, clasificaciones internas o fuentes de datos de terceros, como las oficinas nacionales de buró de crédito.
Reportes de Riesgo	Complementario	La evaluación de Fitch de los controles de riesgo puede considerar los tipos de informes de gestión utilizados, cuando estos estén disponibles. Esto puede ayudar a indicar hasta qué punto los controles de riesgo impregnan a la organización con respecto a todos los riesgos que la compañía de financiamiento y arrendamiento puede incurrir, tales como los riesgos crediticios, de mercado y operativos.

Fuente: Fitch Ratings.

Crecimiento — Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Tasas absolutas y relativas de crecimiento	Fundamental	Fitch evalúa generalmente el crecimiento en el contexto de la expansión de negocio y del balance en relación con el crecimiento económico subyacente, la retención de utilidades, así como el crecimiento promedio del personal, de los pares, sectores e industrias. El rápido crecimiento de los préstamos también puede oscurecer el análisis financiero, por ejemplo, dificultando la formación de una opinión sobre la verdadera calidad de los activos porque las carteras de préstamos no han tenido tiempo de madurar y puede indicar una reducción de los estándares de suscripción o un crecimiento que supera los controles de riesgo.
Crecimiento infraestructura actual	Complementario	La evaluación de crecimiento de Fitch puede verse negativamente influenciada por un crecimiento rápido si introduce otros desafíos, como tensiones operativas (ya que el <i>back office</i> o los sistemas pueden no ser capaces de manejar mayores volúmenes de negocios) o mayor apalancamiento (si el crecimiento supera la retención de ganancias).
Impactos de crecimiento inorgánico	Complementario	Cuando el crecimiento ha sido impulsado por adquisiciones de activos o compañías enteras, Fitch considera el ajuste estratégico, el proceso de due diligence, el impacto económico y el éxito de la integración. Un historial de transacciones dilutivas, errores en el <i>on-boarding</i> y/o expansión en categorías de productos no esenciales puede influir negativamente en la evaluación de crecimiento de Fitch.

Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo de Mercado — Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Riesgos de Tasa de interés y tipo de cambio	Fundamental	La evaluación de Fitch del riesgo de mercado de una empresa de financiamiento o arrendamiento considera principalmente el riesgo de tasa de interés, que surge de las diferencias en el activo y los perfiles de financiamiento de la empresa, pero también puede incluir elementos como el uso de derivados o los riesgos cambiarios directos e indirectos. Los riesgos de mercado serán mayores para los emisores en los que la actividad transfronteriza da lugar a riesgos cambiarios, por lo que este factor puede adquirir una mayor importancia relativa en ese caso. Para los administradores de hipotecas, la valoración de los derechos de administración estará fuertemente influenciada por el nivel y la dirección de las tasas de interés, pero también se verá afectada por las tendencias en los precios de la vivienda, las coberturas aplicables y otras características de la cartera.
Herramientas y Controles de Gestión de Riesgos de Mercado	Complementario	Las herramientas y controles de mitigación efectivos, junto con un sólido marco de prueba de estrés, pueden ser factores mitigantes importantes para reducir el riesgo de mercado. Cuando el riesgo de mercado es significativo, Fitch evalúa la idoneidad de los controles relativos a este riesgo, las prácticas de cobertura y otra información de riesgo de mercado a lo largo de la compañía.

Fuente: Fitch Ratings.

Apetito de Riesgo — Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc e inferiores
Estándares de originación	Los estándares de originación tienen claramente una aversión al riesgo y son mucho más conservadoras de lo evidente en otras partes en la industria. Las normas de crédito son consistentes con los cambios mínimos a lo largo de los ciclos económicos. Se incorporan expectativas de desempeño de largo plazo. La exposición al riesgo de valor residual es muy baja y se administra de manera muy conservadora en relación con pares.	Los estándares de originación son de muy bajo riesgo y más conservadoras que en otras partes en la industria. Las normas de crédito son consistentes con cambios menores durante los ciclos económicos. Se incorporan expectativas de desempeño de largo plazo. La exposición al riesgo de valor residual es baja y/o se administra el riesgo de manera más conservadora en relación con los pares.	Los estándares de originación son de bajo riesgo y generalmente más estrictas que la práctica en la industria. Las normas de crédito son consistentes en gran parte, pero pueden variar moderadamente durante ciclos económicos. Las normas reflejan expectativas de desempeño de mediano plazo. La exposición al riesgo de valor residual es modesta y/o se administra el riesgo generalmente de manera más estricta en relación con los pares.	Los estándares de originación generalmente corresponden con las prácticas generales en la industria. Las normas de crédito son variables durante los ciclos económicos. Las normas reflejan expectativas de desempeño de mediano plazo. La exposición al riesgo de valor residual es promedio y/o se administra el riesgo generalmente en línea con los pares.	Los estándares de originación reflejan generalmente un apetito de riesgo por encima del promedio. Las normas de crédito pueden ser más agresivas que los promedios generales de la industria. Es probable que las normas cambien notoriamente durante los ciclos económicos. La exposición al riesgo de valor residual es mayor y/o se administra de manera más agresiva en relación con los pares.	Los estándares de originación muestran un apetito de riesgo mayor. Las normas de crédito son normalmente más agresivas que los promedios generales de la industria y es probable que cambien durante los ciclos económicos. La exposición al riesgo de valor residual es alta y/o el riesgo se administra de manera más agresiva en relación con los pares.	Los estándares de originación dan lugar a una alta exposición al riesgo y es probable que reflejen estrés dentro de la entidad. Las normas de crédito no tienen una trayectoria perceptible. Las normas pueden fluctuar frecuentemente. La exposición al riesgo de valor residual es muy alta y/o el riesgo no se administra adecuadamente.
Controles de riesgo	Las herramientas de riesgo y de reporte son extremadamente sólidas. Los límites de riesgo son muy conservadores y ampliamente respetados. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo con cambios mínimos durante periodos prolongados. Exposición de riesgos operativos muy baja. La entrada a nuevos negocios/estrategias se revisa y prueba ampliamente antes de su introducción.	Las herramientas de riesgo y de reporte son muy sólidas. Los límites de riesgo son muy conservadores. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo con cambios menores durante periodos prolongados. Exposición de riesgos operativos baja. La entrada a nuevos negocios/estrategias se revisa y prueba cuidadosamente antes de su introducción.	Las herramientas de riesgo y de reporte son sólidas. Los límites de riesgo son conservadores. Se monitorean los límites de riesgo, pero pueden cambiar con base en las condiciones del negocio. Exposición de riesgos operativos modesta. La entrada a nuevos negocios/estrategias se revisa y prueba cuidadosamente antes de la introducción generalizada.	Las herramientas de riesgo y de reporte son buenas. Los límites de riesgo son fuertes y se monitorean, aunque pueden fluctuar con base en las oportunidades. Exposición de riesgos operativos moderada. La entrada a nuevos negocios/estrategias se prueba antes de su introducción.	Las herramientas de riesgo y de reporte son aceptables, pero pueden carecer de profundidad o sofisticación. Los límites de riesgo son monitoreados con menor frecuencia que en empresas con calificación más alta. Los límites de riesgo pueden cambiar con base en las oportunidades de negocio. Exposición de riesgos operativos mayor. La entrada a nuevos negocios/estrategias puede no ser revisada o probada completamente antes de su introducción.	Las herramientas de riesgo y de reporte pueden ser deficientes. Los límites de riesgo son poco sofisticados y pueden no ser monitoreados con frecuencia. Exposición de riesgos operativos alta. La entrada a nuevos negocios/estrategias no es probada antes de su introducción.	Hay deficiencias significativas en los controles de riesgo.
Crecimiento	Es poco probable que el crecimiento del balance o el crecimiento del negocio presionen la solvencia o superen el crecimiento sostenible de largo plazo de los principales segmentos de negocio. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio.	El crecimiento del balance o el negocio raramente presiona la solvencia o supera el crecimiento sostenible de largo plazo de los principales segmentos de negocio. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio.	El crecimiento del balance o del negocio puede algunas veces presionar la solvencia o exceder el crecimiento sostenible de largo plazo de los principales segmentos de negocio. El ambiente de control generalmente se adapta adecuadamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio.	El crecimiento del balance o el crecimiento del negocio más frecuentemente ejercen presión sobre la solvencia y exceden el crecimiento sostenible de largo plazo de los principales segmentos de negocio. El ambiente de control se puede quedar atrás ante volúmenes más altos de negocio.	El crecimiento del balance o el crecimiento del negocio a menudo ejerce presión sobre la solvencia y excede el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocio. Es probable que el entorno de control se quede atrás ante más altos volúmenes de negocio.	El crecimiento del balance o el crecimiento del negocio generalmente ejerce presión sobre la solvencia y el crecimiento sostenible de largo plazo de los segmentos de negocio. El ambiente de control rutinariamente se queda atrás ante volúmenes más altos de negocio.	El crecimiento puede estar muy por encima de niveles sostenibles. O la entidad puede no ser capaz de vender activos para lograr la necesaria contracción del balance.
Riesgo de mercado	La exposición a riesgos de mercado es muy baja. Los riesgos de tasa de interés y de tipo de cambio son muy bajos con relación a sus pares.	La exposición a riesgos de mercado es baja. Los riesgos de tasa de interés y de tipo de cambio son bajos con relación a sus pares y mitigados apropiadamente.	La exposición a riesgos de mercado es modesta. Los riesgos de tasa de interés y de tipo de cambio son modestos y mitigados apropiadamente.	La exposición a riesgos de mercado es promedio. Los riesgos de tasa de interés y de tipo de cambio son mitigados apropiadamente.	La exposición a riesgos de mercado es mayor. Se pueden usar técnicas básicas de cobertura o la eficacia está algo comprometida.	La exposición al riesgo de mercado es alta o altamente variable. Los riesgos no se cubren eficazmente.	Puede haber riesgos de mercado significativos relacionados con tasas de interés o moneda extranjera.

Fuente: Fitch Ratings.

II.4.e Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero (FMI)

La evaluación de Fitch del apetito de riesgo de las FMI considera los siguientes subfactores:

- riesgos operativos, de reputación y legales;
- gestión de riesgo de contraparte;
- crecimiento.

Riesgos Operativos, de Reputación y Legales — Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Infraestructura de Riesgo Operativo	Fundamental	La evaluación de Fitch de los riesgos operativos, reputacionales y legales se centra en la capacidad de procesar de manera precisa y eficiente grandes volúmenes de transacciones respaldados por una infraestructura de riesgo operativo con plataformas tecnológicas robustas, controles apropiados y operaciones de back-office. La evaluación de Fitch típicamente se verá negativamente afectada si Fitch determina que una FMI tiene una infraestructura de riesgo operativo o un entorno de control débiles u obsoletos. En este contexto, Fitch considera el nivel de los gastos de capital para las actualizaciones tecnológicas al evaluar el riesgo operativo para las FMI. Además, el riesgo legal puede surgir de una operación de procesamiento de FMI incorrectamente o de un incumplimiento de las leyes o regulaciones aplicables (por ejemplo, si infringe las sanciones).
Disponibilidad del Sistema y continuidad del negocio	Complementario	Para garantizar la continuidad del negocio en caso de desastres físicos, las FMI deben operar sistemas informáticos duplicados y de respaldo eficaces y desarrollar y mantener planes de continuidad del negocio, incluidos los sitios de recuperación de desastres geográficamente dispersos. Fitch también considera los índices de disponibilidad del sistema (definidos como el tiempo que una plataforma determinada de FMI está realmente disponible para operar versus el tiempo máximo que se espera que esté disponible para operar una plataforma FMI determinada), en relación con los pares y estándares de la industria, así como la duración de las interrupciones del sistema cuando la actividad se interrumpe en una más plataformas.

Fuente: Fitch Ratings.

Gestión de Riesgo de Contraparte — Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Marginación del Colateral	Fundamental	Las FMI buscan minimizar el riesgo de contraparte al tomar una garantía importante de contraparte que puede utilizarse en caso de incumplimiento de la contraparte. La evaluación de la administración del riesgo de contraparte de Fitch considera el dimensionamiento inicial y el mantenimiento continuo de esta garantía, junto con los mecanismos predeterminados para el incumplimiento de la contraparte/cliente.
Procesos de Incumplimiento/ <i>Waterfalls</i> (Cascadas de Recursos)	Fundamental	La evaluación de Fitch puede estar influenciada positivamente por procedimientos para el incumplimiento predeterminados sólidos y claramente definidos que protegen a la cámara de compensación y a los miembros compensadores no incumplidos de un incumplimiento de un miembro liquidador. Esto puede incluir procesos predeterminados a través de cascadas vigentes de recursos en caso de incumplimiento que incluyen el uso de una garantía (margen) y las contribuciones al fondo de garantía del miembro liquidador incumplido para reducir o eliminar pérdidas. En caso de que no se cubran todas las pérdidas, la cámara de compensación puede acceder a las aportaciones de capital de la cámara de compensación, a las contribuciones a los fondos de garantía de los miembros liquidadores que no incumplan y potencialmente a los recursos adicionales de los miembros liquidadores que no incumplan. La evaluación de Fitch de la gestión del riesgo de contraparte se centra en los mecanismos que no se basan en la imposición de pérdidas económicas a los miembros liquidadores. Por lo tanto, Fitch considerará negativamente el uso de los mecanismos de suspensión de liquidación o componentes para compartir las pérdidas al final de la cascada, incluidos los <i>write-downs</i> de las contribuciones de los miembros no incumplidos a los fondos de incumplimiento o el descuento a las ganancias por margen de variación. Desde una perspectiva cuantitativa, Fitch también puede evaluar el nivel de exposición de las contrapartes más grandes en exceso de las garantías contra los recursos asignados por una cámara de compensación para la mitigación de pérdidas (denominado "piel en el juego") antes de que se puedan extraer fondos colectivos.
Estándares de miembros liquidadores	Complementario	El riesgo de contraparte se gestiona mediante normas rigurosas para los miembros liquidadores, los requisitos de margen, los requisitos de garantías aceptables y los fondos de garantía. Fitch generalmente revisa las políticas y procedimientos de las cámaras de compensación con respecto a la gestión del riesgo de contraparte para determinar en qué medida capturan los posibles riesgos de contraparte de una manera integral y prospectiva. Fitch considera los factores descritos en el cuadro de "Consideraciones para el Marco de Gestión del Riesgo Contraparte en Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero" a continuación al evaluar la suficiencia del marco de gestión de riesgo de contraparte de la cámara de compensación.
Específicas del Modelo de Negocio	Complementario	Las bolsas y CSD sin licencias bancarias actúan simplemente como un lugar para la actividad de negociación o depósito de valores y dirigen la liquidación y compensación posterior a terceras partes. Con excepción del riesgo mínimo de contraparte que surge de las facturas y potencialmente de las inversiones en activos financieros, las bolsas y CSD sin licencias bancarias no están sustancialmente expuestos al riesgo de contraparte. Como tal, el riesgo de contraparte no es un fundamento clave en la calificación individual para bolsas o CDS sin licencias bancarias, aunque ambos tipos de organizaciones generalmente someten a sus miembros a requisitos mínimos cualitativos y cuantitativos.

Fuente: Fitch Ratings.

Consideraciones para el Marco de Gestión del Riesgo de Contraparte en Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Gestión Riesgo de Contraparte	Procedimientos de Margen	Fondos de Garantía	Recursos Dedicados ("Piel en el juego")
Margen inicial/ Margen de variación	Cálculo	Tamaño contra exposición de contraparte	Tamaño contra exposición de contraparte
Requerimiento financieros	Frecuencia	Frecuencia de cambio de tamaño	Tamaño contra contribuciones de miembros
Due Diligence	Mensajes	Calidad	Mecanismo de determinación (ajustar tamaño dependiendo de nivel de exposición)
Remediación	Valuación	Diversificación	
Reglas de membresía	Buffers	Custodia	
Gestión de concentración	Descuento (<i>Haircuts</i>)		
	Evaluación		

Fuente: Fitch Ratings.

Crecimiento — Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Tasas absolutas y relativas de crecimiento	Fundamental	Fitch evalúa el crecimiento de las FMI en el contexto del crecimiento de los balances y/o negocios en relación con las condiciones del mercado subyacente, la volatilidad y los promedios de los pares. En general, las cámaras de compensación tienen importantes compensaciones de aportaciones de fondos de garantía y depósitos de márgenes en ambos lados del balance asociado con los respectivos valores compensados/liquidados. El crecimiento de estos componentes del balance está altamente correlacionado con las condiciones generales del mercado. Al evaluar el crecimiento de una cámara de compensación, Fitch excluye estos saldos de su análisis principal, ya que estos fondos son para el beneficio de los acreedores miembros liquidadores y no reflejan el crecimiento del balance básico. Dicho esto, la tendencia en el crecimiento del saldo consolidado puede ser informativa en el largo plazo.
Crecimiento infraestructura	Complementario	La evaluación de crecimiento de Fitch puede verse negativamente influenciada si el crecimiento rápido restringe la capacidad de las plataformas tecnológicas y las operaciones de back-office de manejar mayores volúmenes de negociación, liquidación o depósitos.
Impactos de crecimiento inorgánico	Complementario	Las adquisiciones no acumulativas pueden afectar negativamente la evaluación de crecimiento de Fitch si no complementan la estrategia a largo plazo de la entidad combinada. Además, las adquisiciones podrían afectar negativamente la evaluación de crecimiento de Fitch si las métricas de apalancamiento son elevadas y/o los costos de integración son altos.

Fuente: Fitch Ratings.

Apetito de Riesgo — Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc e inferiores
Riesgos operativos, de reputación y legales	Extremadamente raros incidentes de fallas técnicas que resulten en daño de reputación o legal. Nivel muy alto de gastos de capital para tecnología. Continuo desarrollo y mejoras a las plataformas tecnológicas. Sistemas, controles y procedimientos extremadamente fuertes. Pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Raros incidentes de fallos tecnológicos que resulten en daño de reputación o legal. Nivel alto de gastos de capital para tecnología. Frecuente desarrollo y mejoras a las plataformas tecnológicas. Sistemas, controles y procedimientos muy fuertes. Pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Incidentes limitados de fallos tecnológicos que resulten en daño de reputación o legal. Nivel alto de gastos de capital para tecnología. Frecuente desarrollo y mejoras a las plataformas tecnológicas. Sistemas, controles y procedimientos fuertes. Pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Incidentes poco frecuentes de fallos tecnológicos que resulten en daño de reputación o legal. Nivel promedio de gastos de capital para tecnología. Desarrollo y mejoras a las plataformas tecnológicas. Sistemas, controles y procedimientos sólidos. Pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Frecuentes incidentes de fallos tecnológicos que resulten en daño de reputación o legal. Nivel de gastos de capital para tecnología por debajo del promedio. Desarrollo y mejoras a las plataformas tecnológicas por debajo del promedio. Sistemas, controles y procedimientos adecuados. Pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Muy frecuentes incidentes de fallos tecnológicos que resulten en daño de reputación o legal. Nivel de gastos de capital para tecnología por debajo del promedio. Desarrollo y mejoras a las plataformas tecnológicas por debajo del promedio. Sistemas, controles y procedimientos débiles. Pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Incidentes de fallos tecnológicos regulares que resulten en daño de reputación o legal. No hay gastos de capital. Plataformas tecnológicas en desarrollo. Deficiencias en sistemas, controles, procedimientos y continuidad de negocio.

Apetito de Riesgo — Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc e inferiores
Gestión de riesgos de contraparte	Vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso extremadamente fuerte. Salvaguardas financieras para cálculos de margen y liquidaciones extremadamente fuertes, colateral y fondos de garantía aceptables. Procedimientos de incumplimiento extremadamente fuertes. Gestión de exposición de cliente y garantía	Vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso muy fuerte. Salvaguardas financieras para cálculos de margen y liquidaciones muy fuertes, colateral y fondos de garantía aceptables. Procedimientos de incumplimiento muy fuertes. Gestión de exposición de cliente y garantía muy fuerte.	Fuerte vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso. Fuertes salvaguardas financieras para cálculos de margen y liquidaciones, colateral y fondos de garantía aceptables. Fuertes procedimientos de incumplimiento. Gestión de exposición de cliente y garantía fuerte.	Sólida vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso. Sólidas salvaguardas financieras para cálculos de margen y liquidaciones, colateral y fondos de garantía aceptables. Sólidos procedimientos de incumplimiento. Gestión de exposición de cliente y garantía sólida.	Vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso moderada. Buenas salvaguardas financieras para cálculos de margen y liquidaciones, colateral y fondos de garantía aceptables. Procedimientos de incumplimiento moderados. Gestión de exposición de cliente y garantía moderada.	Vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso débil. Garantías financieras para cálculos de margen y liquidaciones débiles, colateral y fondos de garantía aceptables. Procedimientos de incumplimiento débiles. Gestión de exposición de cliente y garantía débil.	Deficiencias en la vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso. Salvaguardas financieras para cálculos de margen y liquidaciones limitadas o en evolución, colateral y fondos de garantía aceptables. No hay procedimientos de incumplimiento. Deficiencias en la gestión de exposición de cliente y garantía.
Crecimiento	Es poco probable que el crecimiento del balance o del negocio supere al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El entorno de control está sistemáticamente adaptado para satisfacer volúmenes de negocios más altos.	Raramente el crecimiento del balance o del negocio supera al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El entorno de control está sistemáticamente adaptado para satisfacer volúmenes de negocios más altos.	El crecimiento del balance o del negocio puede en ocasiones, superar al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El entorno de control está por lo general adecuadamente adaptado para satisfacer volúmenes de negocios más altos.	El crecimiento del balance o del negocio puede con mayor frecuencia superar al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El entorno de control puede quedarse atrás ante volúmenes de negocios más altos.	El crecimiento del balance o del negocio con frecuencia supera al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El entorno de control probablemente se quede atrás ante volúmenes de negocios más altos.	El crecimiento del balance o del negocio por lo general supera al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El control rutinariamente se queda atrás ante volúmenes de negocios más altos.	El crecimiento puede estar muy por encima de niveles sostenibles.

Fuente. Fitch Ratings

II.5 Evaluación del Perfil Financiero

Importancia de la Evaluación

El perfil financiero de una institución financiera no bancaria, el cual a menudo se puede medir analizando las métricas financieras clave, las tendencias y la estabilidad de esas métricas, es relevante dado que proporciona una fuerte indicación de cómo la firma se está comportando a lo largo de dimensiones clave de calidad crediticia. En muchos aspectos, las medidas financieras son el resultado del entorno operativo de las instituciones financieras no bancarias, perfil de la compañía, administración y estrategia, y apetito de riesgo.

Las medidas de riesgo permiten un análisis de la manera en que el apetito de riesgo y la administración de una institución financiera no bancaria se comparan con las de sus pares y si el desempeño es proporcional a los ciclos de negocio. La calidad de activos es relevante porque una calidad de activos débil puede perjudicar la solvencia del balance de una institución financiera no bancaria y eventualmente su capacidad para cumplir sus obligaciones con los acreedores. Las medidas de apalancamiento y de suficiencia de capital son relevantes dado que determinan la capacidad de una institución financiera no bancaria para crecer y absorber pérdidas inesperadas. El fondeo y la liquidez son relevantes dado que las deficiencias en estas dos áreas a menudo dan lugar a quebrantos de la institución financiera no bancaria como resultado de descalces en los activos/pasivos o iliquidez de los activos. La rentabilidad es un asunto de importancia ya que determina la capacidad de una institución financiera no bancaria para dar servicio a la deuda y/o generar capital de manera interna para actuar como una primera línea de defensa contra cargos por deterioro crecientes u otras fuentes de riesgo o pérdida.

El punto de partida de Fitch comienza normalmente con los estados financieros auditados, pero generalmente también tomará en cuenta los estados financieros no auditados e interinos. Fitch realiza ajustes para permitir una mayor comparación entre jurisdicciones (NIIF vs U.S. GAAP) como la reclasificación de partidas para adecuar sus hojas de cálculo estándar y cálculos de razones financieras. Los ajustes pueden implicar la exclusión de ganancias/pérdidas no recurrentes o ganancias y gastos no monetarias de la rentabilidad operativa, la exclusión de activos intangibles del capital o la inclusión de créditos reestructurados como parte de activos deteriorados.

Generalmente, Fitch utiliza sus propias pruebas de estrés en varios aspectos del perfil financiero de una institución financiera no bancaria (*ver el Anexo 4*), tales como la calidad de activos, la suficiencia de capital o la liquidez. Estas pueden incluir varios escenarios particulares de la institución o generales de la región o industria para determinar la capacidad de una institución para resistir un cambio rápido en el entorno operativo. Los resultados de estas pruebas de estrés son informativos tanto de manera absoluta como relativa, pero por sí mismos pueden no necesariamente determinar las decisiones de las calificaciones. Fitch también considera pruebas de estrés generadas por los emisores para comprender la manera en que las mismas determinan la toma de decisiones dentro de la organización.

Rangos Cuantitativos

Para cada subsector de instituciones financieras no bancarias, Fitch usa un conjunto de métricas fundamentales y complementarias para los factores del perfil financiero. Las cifras en las secciones a continuación establecen los rangos cuantitativos indicativos para las métricas fundamentales del perfil financiero. Fitch utiliza un promedio de cuatro años (cuando estos datos se encuentran disponibles) para determinar la evaluación implícita del factor para todas las métricas, salvo las de capitalización y apalancamiento para las cuales usa el último dato más reciente, ya que Fitch considera este como un indicador más confiable del nivel de la métrica en el futuro. Los promedios de cuatro años representan un promedio de la métrica en cuestión sobre cada uno de los cuatro períodos individuales, a diferencia de la integración de los numeradores y denominadores para el periodo de tiempo acumulado.

Aun cuando una sola métrica no puede explicar el nivel de un factor en su totalidad, la evaluación implícita del factor es el punto de partida para determinar del nivel real. Por ejemplo, la opinión sobre la calidad de activos de una institución financiera no bancaria, incorporaría otros aspectos como la tasa de crecimiento, colateral y reservas para pérdidas crediticias y castigos de cartera los cuales pueden llevar a que la evaluación implícita del factor sea ajustada antes de llegar al nivel final del factor. Algunos de estos otros aspectos del perfil financiero de una institución financiera no bancaria son capturados en métricas complementarias, pero Fitch combina el análisis cuantitativo con la opinión cualitativa para determinar los niveles asignados de los factores, las cuales se expresan en un rango de tres niveles (*notches*).

Las razones analíticas más comunes para ajustar las evaluaciones implícitas de los factores se resumen en las secciones siguientes. Los ajustes pueden influenciar negativa o positivamente el nivel final del factor. En términos generales, los ajustes tienden a caer en dos categorías amplias: (1) Fitch ajusta por elementos específicos de riesgo o características del perfil de negocios que pueden no ser capturados adecuadamente en los indicadores financieros fundamentales; y (2) Fitch ajusta por elementos cíclicos y/o estructurales que, en opinión de Fitch, conllevan a que los indicadores históricos pudieran no ser predictores confiables del desempeño futuro.

Ajustes a la Evaluación Implícita del Factor de Calidad de Activos/Desempeño de los Activos/Exposición a Riesgo de Contraparte

Los ajustes más comunes a la evaluación implícita del factor de calidad/desempeño de los activos de una institución financiera no bancaria son los siguientes:

Crecimiento: Un crecimiento elevado en relación con los pares o con la(s) economía doméstica(es) puede conducir a un deterioro significativo en la calidad o el desempeño de los activos. Además, tasas de crecimiento elevadas pueden reducir los indicadores de calidad de los activos debido al efecto de desfase en el numerador, mientras que una reducción de activos puede inflarlos. Un crecimiento significativamente más bajo que el de los pares podría ser considerado conservador y positivo para el nivel asignado al factor, particularmente si las condiciones del mercado son difíciles.

Colateral y Reservas: Una fuerte cobertura de reservas para pérdidas crediticias respecto a créditos vencidos en relación a los pares, reflejada en el índice de reservas para pérdidas crediticias a créditos vencidos para compañías de financiamiento y arrendamiento con un uso elevado del balance, o una alta proporción de préstamos garantizados o de gobierno (ej. préstamos a estudiantes garantizados) puede reducir el riesgo de exposición a créditos vencidos de la institución financiera no bancaria. En cambio, una concentración en préstamos no garantizados o una cobertura de reservas débil probablemente podría tener el efecto opuesto. Las deficiencias en el marco regulatorio/legal que podrían impactar la capacidad de una institución financiera no bancaria para liquidar el colateral, o exigir sus derechos generalmente como acreedor, pueden resultar en un ajuste a la baja de la evaluación implícita.

Castigos de Cartera de Préstamos o Política de Cartera Vencida: El indicador de créditos vencidos a créditos brutos puede no capturar totalmente el desempeño de la calidad de activos subyacente de la institución financiera no bancaria cuando una proporción elevada de los créditos son castigados poco tiempo después de que se deterioran o al contrario, si retiene en su balance créditos en problemas heredados, por un periodo extendido después de que se vuelven morosos. Por lo tanto, Fitch también considera los deterioros de créditos generados en periodos recientes, a través del indicador complementario de cargos por provisiones a créditos brutos promedio. Para compañías de arrendamiento, los niveles de cartera vencida pueden no reflejar por completo los riesgos relativos a los bienes arrendados, dado que los valores de los activos y los niveles de cartera vencida pueden variar a través de los ciclos económicos. Las políticas de cartera vencida también pueden no capturar otras consideraciones de calidad de activos, como la liquidez del activo, la calidad de crédito del arrendatario, y el riesgo de obsolescencia tecnológica. Además, si las compañías de arrendamiento tienen políticas de depreciación que Fitch considera como altamente conservadoras, dichas políticas podrían llevar a un menor riesgo de incumplimiento, y de acuerdo con esto Fitch puede ajustar la calidad de activo de dichos emisores

Políticas de Clasificación de Préstamos: Si Fitch considera que una institución financiera no bancaria tiene una proporción relativamente grande de activos de alto riesgo que no son capturados por las definiciones tradicionales de activos deteriorados, (ej. porque han sido reestructurados o están clasificados en la categoría de observación) esto puede pesar en la evaluación de Fitch de la calidad de activos. Una clasificación conservadora del activo en relación a los pares puede ser moderadamente positiva para la evaluación de Fitch.

Concentraciones: La existencia de exposiciones a concentraciones altas con respecto a acreditados/contrapartes individuales, sectores o clases de activos (por ejemplo acciones, renta fija, o alternativas para administradores de inversión) puede aumentar la vulnerabilidad a fluctuaciones cíclicas del desempeño de los activos. Por otro lado, una buena diversificación de la cartera/producto puede ser un factor moderadamente positivo en la evaluación de la calidad o desempeño de los activos.

Exposiciones Distintas a Préstamos: Fitch puede ajustar a la baja el nivel de la calidad de los activos si considera que hay riesgos sustanciales de pérdidas por activos distintos a préstamo y de arrendamiento, como valores, derivados a valor razonable o activos adjudicados, o de exposiciones fuera de balance, como fondos administrados, garantías y compromisos. Por el contrario, cuando una proporción relativamente alta de exposiciones de riesgos de una institución financiera no bancaria se encuentra fuera de la cartera de préstamos y es de bajo riesgo (ej. valores con calificación alta, o exposiciones a *trade finance* fuera de balance), puede dar lugar a un ajuste positivo a la evaluación implícita de la calidad de activos.

Apetito de Riesgo y Modelo de Negocios: Fitch puede ajustar a la baja el nivel de la calidad de activos cuando considera que la institución financiera no bancaria tiene un apetito de riesgo relativamente alto, o el modelo de negocio o la especialización por tipo de activo en opinión de la agencia pudiera resultar probablemente en un deterioro de la calidad de activos o volatilidad. En dichos casos, Fitch puede considerar que las métricas de calidad de activos recientemente reportadas son más vulnerables al deterioro a medida que los préstamos u otras exposiciones maduran. Por el contrario, un bajo apetito de riesgo o un modelo de negocio de bajo riesgo pueden resultar en un ajuste positivo moderado a la evaluación de calidad de activos. Sin embargo, es probable que el alcance de cualquier ajuste positivo sea limitado en los casos en los que las métricas de calidad de activos son débiles debido a exposiciones de problemas heredados (del pasado) y la institución financiera haya reducido su apetito de riesgo solo recientemente.

Métricas Históricas y Futuras: Fitch puede ver las métricas históricas de calidad de activos como indicadores no confiables de métricas futuras, por ejemplo, debido a cambios en la estrategia o en las operaciones de una institución financiera no bancaria, porque las fusiones, adquisiciones o ventas pueden tener un impacto relevante en las exposiciones de riesgo del grupo, porque las expectativas económicas de Fitch se desvían sustancialmente de condiciones pasadas, o las métricas recientes de la calidad de activos corresponden a una parte del ciclo de crédito particularmente favorable o desfavorable.

Tamaño Relativo: El tamaño absoluto de los activos administrados (AUM) de los administradores de inversiones afectará los porcentajes de flujos netos del cliente. Las entradas netas pueden superar las de los pares en términos de moneda pero rezagarse en términos porcentuales en AUM. Los flujos de clientes muy grandes podrían ser problemáticos si los activos para inversión exceden las oportunidades de inversión, mientras que flujos por debajo del promedio podrían ser adecuados dependiendo de las condiciones del mercado.

Ajustes a la Evaluación Implícita del Factor de Ganancias y Rentabilidad de una Institución Financiera No Bancaria

Los ajustes a la evaluación implícita al factor de ganancias y rentabilidad de una institución financiera no bancaria son los siguientes:

Riesgos del Portafolio: Para un modelo de negocios determinado, las ganancias pueden ser más bajas que las de los pares si una institución financiera no bancaria está administrando un riesgo menor y por lo tanto un portafolio de menor rendimiento. En dichos casos, Fitch también utilizará medidas de rendimiento ajustadas por riesgo para evaluar la rentabilidad general.

Diversificación de los Ingresos: Fitch evalúa más favorablemente a una institución financiera no bancaria cuando sus ingresos operativos están más diversificados que los de sus pares. La dependencia en una o en un conjunto de líneas de negocios, relaciones de clientes o fuentes de ingresos puede afectar negativamente la evaluación de Fitch.

Estabilidad de las Ganancias: Un ajuste positivo al nivel del factor ganancias y rentabilidad de una institución financiera no bancaria puede hacerse cuando las ganancias han probado ser estables a través del ciclo o cuando el desempeño reciente sugiere una mejora sostenible comparada con el promedio de cuatro años de la institución financiera no bancaria. Al contrario, alta volatilidad de las ganancias o un debilitamiento estructural del desempeño reciente puede llevar a un ajuste negativo. Ciertos modelos de negocio o clases de activos pueden ser también más vulnerables a fluctuaciones cíclicas del desempeño, incluso si estos no se han observado a la fecha; en dichos casos, los datos reportados recientemente podrían no ser sostenibles o representativos del desempeño esperado a través del ciclo, lo cual puede justificar un ajuste a la baja del factor de ganancias y rentabilidad.

Métricas Históricas y Futuras: Fitch puede ver las métricas históricas de ganancias y rentabilidad como indicadores no confiables de métricas futuras, por ejemplo, debido a cambios en la estrategia o en las operaciones de una institución financiera no bancaria, porque las fusiones, adquisiciones o ventas pueden tener un impacto relevante en la rentabilidad del grupo, porque las expectativas económicas de Fitch se desvían sustancialmente de condiciones pasadas, o las métricas recientes de desempeño corresponden a una parte del ciclo de crédito particularmente favorable o desfavorable.

Consideraciones Estructurales y de Propiedad: Mientras que las instituciones financieras no bancarias con accionistas externos por lo regular estarán enfocados consistentemente en maximizar ganancias, las instituciones financieras no bancarias que son de propiedad restringida o propiedad de los propios empleados, pueden tener más flexibilidad para sacrificar los ingresos actuales a cambio de un potencial crecimiento futuro, posicionamiento competitivo y/o retención de empleados. Esta flexibilidad se considerará en la evaluación de las ganancias de la institución financiera no bancaria.

Ajustes a la Evaluación Implícita del Factor de Capitalización y Apalancamiento de la Institución Financiera No Bancaria

Los ajustes a la calificación implícita de capitalización y apalancamiento de la institución financiera no bancaria son los siguientes:

Cobertura de Reservas y Valuación de Activos: Un ajuste al factor de capital podría requerirse para reflejar cualquier sub o sobre aprovisionamiento relevante de activos deteriorados, como se captura en el indicador de créditos vencidos menos reservas para pérdidas crediticias respecto a capital base según Fitch. Valuaciones agresivas o conservadoras de activos vigentes o altos volúmenes de otros activos de más alto riesgo (por ejemplo, activos embargados) también pueden afectar la evaluación que hace Fitch de la capitalización.

Rentabilidad, Pagos de Dividendos y Crecimiento: Fitch puede ajustar a la baja el nivel del factor de capitalización y apalancamiento cuando la retención de ganancias de la institución financiera no bancaria es débil (por ejemplo, debido a rentabilidad débil y/o altos índices de pago de dividendos o tasas de recompra de acciones), o si la tasa de crecimiento esperada de la institución financiera no bancaria es alta, para reflejar el probable impacto negativo que esto tendrá en las métricas de capital. Por el contrario, una fuerte retención de ganancias o un bajo crecimiento puede resultar en un ajuste positivo del nivel para el factor de capitalización y apalancamiento.

Concentraciones: La existencia de alta concentración en acreditados/contrapartes individuales o clases de activos, puede aumentar la vulnerabilidad del capital a fluctuaciones en el desempeño de los activos. Por el contrario, una buena diversificación de la cartera puede ser un factor moderadamente positivo al evaluar la capitalización y el apalancamiento.

Tamaño: Una base de capital pequeña (en términos absolutos) puede hacer que una institución sea más vulnerable a eventos inesperados, especialmente cuando hay concentraciones de riesgo,

incluso si los indicadores de capitalización son relativamente fuertes. Esto puede conducir a un ajuste a la baja del nivel del factor de capitalización y el apalancamiento de una institución financiera no bancaria. Una base de capital grande (en términos absolutos) puede ser moderadamente positiva para la evaluación.

Fungibilidad: Fitch puede ajustar a la baja el nivel del factor de capitalización y apalancamiento de la matriz de una institución financiera no bancaria cuando tiene subsidiarias relevantes, en particular reguladas o extranjeras, y hay restricciones significativas para transferencias de capital dentro del grupo. Indicadores de capital individuales más débiles que los del grupo en base consolidada aumentaría la probabilidad de tal ajuste.

Aumento de Capital (o Distribución): Fitch puede ajustar el nivel del factor de capitalización y apalancamiento para reflejar el aumento o distribución de capital (o las expectativas de estos) que haya ocurrido posterior a la fecha de la última presentación de información financiera.

Apetito de Riesgo y Modelo de Negocio: Ciertos modelos de negocio o especializaciones en clases de activos pueden ser más vulnerables a oscilaciones del desempeño cíclicas, de tal manera que se requiere una reserva o colchón (buffer) de capital más grande para lograr un determinado nivel para el factor de capitalización y apalancamiento. Por el contrario, un ajuste positivo puede hacerse cuando el desempeño ha probado ser estable a través del ciclo o si la entidad se beneficia tanto de activos en el balance como de la capacidad de generación de flujos de efectivo. La evaluación implícita del factor de capitalización y apalancamiento para instituciones financieras no bancarias evaluadas con base en apalancamiento del flujo de efectivo (deuda/EBITDA) puede también ser ajustada para reflejar la variabilidad en la generación de EBITDA.

Métricas Históricas y Futuras: Fitch puede ver las métricas reportadas más recientes de capitalización y apalancamiento como indicadores no confiables de métricas futuras, por ejemplo, debido a cambios en la estrategia o en las operaciones de una institución financiera no bancaria, porque las fusiones, adquisiciones o ventas pueden tener un impacto relevante en el perfil del grupo, o por cambios anticipados en el desempeño de la calidad de activos o la rentabilidad de la institución financiera no bancaria.

Elevados y Sostenidos Balances de Efectivo: Aunque Fitch tiende a enfocarse en los indicadores de apalancamiento basados en deuda bruta, la calificadora puede ajustar la evaluación implícita del factor de capitalización y apalancamiento hacia arriba cuando, por ejemplo, una institución financiera no bancaria ha mantenido balances en efectivo elevados de manera continua, en cuyo caso Fitch puede poner mayor énfasis en los indicadores de apalancamiento de deuda neta. La consideración de los indicadores de apalancamiento de deuda neta se justificaría por la presencia de características estructurales que aseguren la continua disponibilidad de dinero en efectivo en beneficio de los tenedores de la deuda, demostrar el mantenimiento de efectivo durante periodos de estrés o la articulación pública de una estrategia para mantener dichos balances de efectivo. La ausencia de estas características haría muy poco probable tal ajuste al alza.

Ajustes a la Evaluación Implícita del Factor de Fondo, Liquidez y Cobertura

Los ajustes más comunes a la evaluación implícita del factor de fondo, liquidez y cobertura de la institución financiera no bancaria son los siguientes:

Cobertura de Liquidez: Una cobertura fuerte o débil de los pasivos de corto plazo de una institución financiera no bancaria mediante activos líquidos, puede conducir a un ajuste al alza o a la baja, respectivamente, del nivel del factor de fondo, liquidez y cobertura. Al realizar esta evaluación, Fitch considerará el volumen, la calidad y el gravamen de los activos líquidos de una institución financiera no bancaria. La ausencia de vencimientos de corto y mediano plazo puede reducir la necesidad de una liquidez significativa particularmente si los vencimientos de pasivos se extienden más allá de los

vencimientos de los activos. De manera similar, la evaluación implícita de fondeo, liquidez y cobertura puede ser ajustada al alza para fondos de inversión con obligaciones financieras a corto y mediano plazo.

Modelo de Negocios Generador de Flujos de efectivo: Una evaluación implícita más alta del factor de fondeo, liquidez y cobertura puede resultar si el modelo de negocios de la institución financiera no bancaria está considerado como altamente generador de flujos de efectivo, especialmente en tiempos de estrés, desaceleración económica y/o gastos de capital reducidos. Por ejemplo, ciertos modelos de negocios con flujos de efectivo contractuales (administradores, compañías de renta/arrendamiento) han demostrado históricamente una capacidad para generar un flujo de efectivo significativo una vez que los gastos de capital discrecionales se han moderado.

Sensibilidad a la Confianza: Al evaluar los riesgos asociados con el fondeo mayorista de una institución financiera no bancaria, Fitch considerará su estructura de plazos, diversificación por fuente y capacidad de acceso al mercado. Un fondeo estable de largo plazo (ej. debido a un acceso al mercado bien establecido) puede dar lugar a un ajuste al alza en la evaluación implícita del factor de fondeo, liquidez y la cobertura. Por el contrario, la evaluación implícita del factor de fondeo, liquidez y cobertura de una institución financiera no bancaria puede ser ajustada a la baja si tiene un acceso limitado o inconsistente a los mercados de capitales.

Liquidez en Divisas Extranjeras: La evaluación implícita del factor de fondeo, liquidez y cobertura de una institución financiera no bancaria puede ser ajustada a la baja cuando la cobertura de pasivos en divisa extranjera por liquidez en divisas extranjeras es débil, en particular cuando pudiera ser difícil para una institución financiera no bancaria convertir moneda local a moneda extranjera, en caso de necesitarlo.

Fungibilidad: Fitch puede ajustar a la baja la puntuación del fondeo, liquidez y cobertura de una institución financiera no bancaria cuando tiene subsidiarias relevantes, en particular las extranjeras y reguladas, y hay restricciones significativas en las transferencias de liquidez dentro del grupo. Indicadores de liquidez y fondeo individuales más débiles que los del grupo en forma consolidada aumentaría la probabilidad de tal ajuste.

Acceso Contingente: La relativamente fuerte capacidad para acceder a liquidez contingente, por ejemplo como resultado de líneas de crédito considerables, comprometidas y de larga duración, puede conducir a un ajuste positivo de la evaluación implícita del fondeo, liquidez y cobertura. Por el contrario, una dependencia excesiva en fondeo de corto plazo o no comprometido puede resultar en un ajuste negativo.

Métricas Históricas y Futuras: Fitch puede ver las métricas históricas de fondeo y liquidez como indicadores no confiables de métricas futuras, por ejemplo, debido a cambios en la estrategia o en las operaciones de una institución financiera no bancaria, o porque las fusiones, adquisiciones o ventas pueden tener un impacto relevante en la estructura del balance.

Por lo general las medidas financieras están influenciadas por el entorno operativo, y Fitch las considera en ese contexto. Por lo tanto las comparaciones de medidas financieras a través de diferentes geografías, reflejará los distintos entornos operativos, legales y regulatorios de las instituciones no bancarias. Consecuentemente, las comparaciones de medidas financieras de pares directos o de mercado, tendrán mayor importancia en esta evaluación.

Cálculo de EBITDA^a

Utilidad antes de impuestos
+ gasto por interés
+ depreciación
+ amortización
+/- ajustes por elementos no recurrentes
+/- otros ajustes analíticos (ejemplo no monetarios)
= EBITDA

^aPara los administradores de inversiones, Fitch generalmente utiliza un cálculo de EBITDA basado en comisiones ((F)EBITDA) como se define en la página 61.
Fuente: Fitch Ratings.

Fitch no utiliza ponderaciones pre-establecidas para los factores o subfactores, ya que su influencia relativa puede variar. Por ejemplo, es posible que la importancia relativa de la capitalización, apalancamiento y calidad de activos para el perfil de crédito individual de una institución financiera no bancaria que sufre de un déficit sustancial de capital debido a altas pérdidas idiosincráticas en préstamos, sea alta (y la calificación individual de crédito sea muy baja), incluso si la institución financiera no bancaria va bien o mejor en otros factores o subfactores.

A través del resto de la sección del Perfil Financiero de la metodología, una referencia se hace periódicamente al EBITDA. Para evitar dudas, Fitch típicamente ajusta los cálculos de EBITDA para contabilizar varias consideraciones analíticas, incluyendo, pero no limitadas a, factores no recurrentes, factores relativos al desempeño, u otros gastos distintos a efectivo, como la compensación en acciones.

A través del resto de la sección de Perfil Financiero de la metodología, se hace referencia periódicamente a capital común. Para evitar dudas, Fitch se centra en el capital tangible, que excluye el crédito mercantil y otros intangibles de sus cálculos.

Las siguientes tablas identifican los atributos del Perfil Financiero que Fitch ha definido como fundamentales respecto a complementarios, junto con una indicación de cómo cada atributo se evalúa típicamente. La matriz de subfactores/calificaciones que lo acompaña, provee de características representativas que auxilian en la determinación del nivel general asignado al factor en cada caso.

II.5.a Sociedades de Corretaje de Valores (Casas o Puestos de Bolsa)

La evaluación de Fitch del perfil financiero de las sociedades de corretaje de valores considera los siguientes subfactores:

- calidad de activos;
- ganancias y rentabilidad;
- capitalización y apalancamiento;
- fondeo, liquidez y cobertura.

Características de Riesgo de las Principales Actividades de Negocio de las Sociedades de Corretaje de Valores

Actividad	Uso del balance general	Nivel de riesgo	Nivel de rentabilidad	Estabilidad de la rentabilidad
Hacedores de mercado de valores	Alto	Alto	Medio	Cíclica
Corretaje principal	Alto	Alto	Medio	Cíclica
Intermediación por cuenta propia	Alto	Alto	Medio	Cíclica
Suscripción de valores	Alto	Medio	Alto	Cíclica
Préstamos	Alto	Medio	Bajo	Cíclica
Corretaje de valores	Bajo	Medio	Bajo	Cíclica
Asesoría financiera	Bajo	Bajo	Medio	Cíclica
Servicios posteriores a la intermediación	Bajo	Bajo	Bajo	Estable
Administración de inversiones	Bajo	Bajo	Medio a Alto	Estable

Fuente: Fitch Ratings.

Calidad de Activos — Sociedades de Corretaje de Valores

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Índice de Cartera Vencida y de Incumplimiento (NPL) ^a	Fundamental (Para empresas de valores con actividad crediticia significativa)	Para las empresas de valores con una exposición más significativa del balance a actividades de inversión y préstamos, la evaluación de la calidad de los activos es similar al análisis de Fitch para otros prestamistas de instituciones financieras no bancarias, teniendo en cuenta el deterioro de préstamos, provisiones relacionadas y crecimiento de activos. Para las empresas de valores con bajo uso del balance general, la calidad de los activos puede ser una consideración de menor influencia o incluso puede considerarse no aplicable.
Cobertura, Colateral y Margen	Complementario (Para empresas de valores con actividad crediticia significativa)	Fitch toma en consideración los índices de cobertura de reserva, la idoneidad del colateral y los requisitos de margen y la capacidad para hacer efectiva la garantía. El enfoque de Fitch es determinar si es probable que el capital de la empresa se vea afectado de manera negativa debido a niveles de cobertura de reserva inadecuados. Para los activos mantenidos a valor razonable o valor de mercado, Fitch evalúa las metodologías de medición, particularmente tratándose de valoraciones basadas en un modelo. Fitch también considera la administración de la cartera vencida y el enfoque de la administración para reestructurar y reprogramar los activos deteriorados.
Riesgos de Contraparte y Liquidación	Complementario	El riesgo de contraparte es una consideración clave para las empresas que participan en transacciones de valores y derivados. La ausencia de funciones de crédito independientes y políticas de <i>scoring</i> o de calificación para exposiciones de contraparte de valores o derivados influenciarán negativamente la valoración de Fitch sobre la calidad de activos. Sin embargo, el riesgo crediticio no es tan importante para la actividad de corretaje puro (como es el caso de algunas IDB) o para las empresas que proporcionan servicios de asesoría, en lugar de invertir en transacciones de valores. Un departamento de riesgo crediticio independiente de los departamentos de ventas y negociación que determina los límites de contraparte, supervisa activamente el uso e informa violaciones podría influir positivamente en la evaluación de calidad de activos de Fitch, así como podrían los parámetros de riesgo con respecto a la calidad crediticia de los custodios principales utilizados.
Bursatilización y otras exposiciones fuera del balance general	Complementario (Para empresas de valores con actividad crediticia significativa)	En la medida en que Fitch pueda determinar y evaluar la exposición de una empresa de valores a los riesgos de bursatilización, los tramos de primera pérdida de las bursatilizaciones fuera de balance se deducen de los cálculos de Capital Base según Fitch. La agencia también puede agregar estos riesgos al balance general si aún no se informan como tales. Fitch considera los riesgos y compromisos fuera de balance cuando estos son grandes en relación con el capital o los activos ponderados por riesgo, o cuando presentan riesgos considerables de reputación o liquidez. Es probable que esto sea un riesgo inherente al que se enfrentan las empresas que han acordado financiar vehículos para fines especiales (SPV) u otras contingencias no consolidadas, pero también es importante para las empresas que patrocinan fondos de inversión.

^a Cuando se presenten bajo la NIIF 9, los préstamos vencidos serán los préstamos clasificados como en etapa 3.

Fuente: Fitch Ratings.

Ganancias y Rentabilidad — Sociedades de Corretaje de Valores

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Utilidad Operativa/Capital Promedio	Fundamental (Para empresas de corretaje con alto uso de balance)	Las ganancias y la rentabilidad son consideraciones importantes en el análisis de Fitch de las firmas de valores con un alto uso del balance porque indican la capacidad de una empresa de valores para generar, o por el contrario, erosionar, su capital. Un desempeño fuerte o débil también puede afectar la confianza del mercado en el emisor y, por lo tanto, su acceso a la financiación. La métrica fundamental, utilidad operativa/capital promedio, captura la capacidad de una empresa de valores de generar ganancias recurrentes en relación con los riesgos que asume.
EBITDA Ajustado/Ingresos	Fundamental (Para empresas de corretaje con bajo uso de balance)	Para las empresas de valores con actividades limitadas en el balance general, la medida principal de rentabilidad del flujo de efectivo es el margen EBITDA ajustado. Dado que muchas empresas de valores con bajo uso del balance tienen una necesidad continua de invertir en el desarrollo de tecnología, Fitch también considera la cantidad de flujo de efectivo operativo generado para respaldar los gastos de capital.
Estabilidad de Ingresos	Complementario	Las ganancias y la evaluación de la rentabilidad de Fitch pueden verse negativamente influenciadas por la actividad de intermediación y de inversión por cuenta propia debido a la potencial volatilidad significativa en las ganancias que puede generar. Por el contrario, si las empresas de mayor riesgo se complementan con ingresos más estables, como la gestión de inversiones, operaciones de compensación o financiación de valores, esto puede influir positivamente en la evaluación del factor de ganancias y rentabilidad de Fitch.
Gastos de Compensación	Complementario	Los gastos de compensación a menudo se analizan como un porcentaje de los ingresos netos, para determinar los costos relativos a los niveles de actividad, con índices de compensación exagerados que potencialmente limitan las calificaciones crediticias individuales. Sin embargo, la mezcla de negocios es una consideración importante al evaluar esta razón financiera ya que las líneas de negocio específicas pueden requerir mayor o menor soporte de infraestructura y personal. La estabilidad de la razón de compensación a través de varios ciclos de ingresos también es una medida importante de la flexibilidad de la estructura de costos. Fitch evalúa la efectividad de la compensación de una empresa, principalmente su política de bonos, para controlar los gastos de compensación. Esto incluye la medida en que los bonos están vinculados al desempeño individual o de la empresa, se distribuyen a lo largo del tiempo o se pagan en acciones u opciones en lugar de en efectivo.
Gastos Distintos a Compensación	Complementario	Fitch evalúa los costos no relacionados con el personal como un porcentaje de los gastos no financieros en conjunto y, cuando sea posible o relevante, por partidas individuales. La agencia también puede considerar la mezcla de negocios de la empresa en la evaluación de los costos no relacionados con el personal. Si bien una proporción anormalmente alta de gastos no relacionados con el personal o una tendencia ascendente puede indicar una falta de control de la administración sobre los niveles de gastos, las bajas proporciones pueden indicar reinversión insuficiente en tecnología e infraestructura de sistemas para mejorar la productividad, cumplir requisitos regulatorios y mantener la competitividad o para mantener una buena supervisión del desarrollo de riesgos.

Fuente: Fitch Ratings

Puntos de Referencia para Ganancias y Rentabilidad — Sociedades de Corretaje de Valores

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Utilidad Operativa/Capital Promedio (%) ^a	x>20	10<x≤20	5<x≤10	3<x≤5	x≤3
EBITDA Ajustado/Ingresos (%) ^b	x>25	20<x≤25	15<x≤20	10<x≤15	x≤10

^aPara compañías de corretaje valores con alto uso de balance.

^bPara compañías de corretaje de valores con un uso bajo de balance.

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Ganancias y Rentabilidad — Sociedades de Corretaje de Valores

Alto uso de Balance	Fundamental Contra Complementario
Utilidad Operativa/Capital Promedio	Fundamental
Utilidad Neta/Capital Promedio	Complementario
Gasto Operativo/Ingreso Total	Complementario
Compensación/Ingreso Neto	Complementario

Bajo uso de balance	Fundamental Contra Complementario
EBITDA Ajustado/Ingresos	Base

Fuente: Fitch Ratings.

Capitalización y Apalancamiento — Sociedades de Corretaje de Valores

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Apalancamiento ajustado neto (activos tangibles menos repos inversos y préstamo de valores entre Capital Base según Fitch, o su inversa)	Fundamental (Para empresas con alto uso de balance)	Para aquellas sociedades de corretaje de valores que mantengan un volumen sustancial de activos en el balance u obligaciones que podrían requerir fondeo, la evaluación de Fitch de apalancamiento refleja más cercanamente un análisis bancario. La calidad y tamaño absoluto del capital de una firma y su adecuación de capital (por ejemplo, el tamaño de su capital en relación con sus riesgos) como se expresa por el Capital Base según Fitch, son consideraciones fundamentales al evaluar la capitalización y apalancamiento de las compañías de valores intensivas en uso de balance..
Deuda bruta/ EBITDA ajustado	Fundamental (Para empresas con bajo uso de balance)	Para sociedades de corretaje de valores que tienen relativamente pocos activos en riesgo, la evaluación de la cobertura de deuda está más basada en flujos de efectivo. Para <i>interdealer brokers</i> y algunas otras sociedades de corretaje de valores, una gran proporción de efectivo está usualmente ligado (atado) en subsidiarias para propósitos regulatorios y operativos, por lo que el apalancamiento es mejor evaluado sobre una base de deuda bruta. Fitch también considera la deuda neta/EBITDA, pero reconoce que el efectivo en exceso puede de otra manera ser consumido o desplegado, particularmente durante periodos de estrés. Para sociedades de corretaje de valores que tienen una combinación de negocios que tiene diferentes grados de uso de balance, como corredores minoristas (<i>retail brokers</i>), Fitch típicamente evaluará tanto las razones de apalancamiento de flujo de efectivo y balance; tomando importancia creciente las razones de balance en el análisis de instancias donde el uso del balance es más pronunciado.
Doble apalancamiento	Complementario	Cuando es relevante, Fitch también observa el doble apalancamiento, definido como inversiones de capital en subsidiarias más los intangibles de la controladora divididos por el capital, que refleja que la deuda emitida a nivel de sociedad matriz ha sido entregado/bajada como capital en las subsidiarias. Aunque un monto menor de doble apalancamiento puede ser esperado, Fitch se preocupa cuando el doble apalancamiento es alto (por ejemplo por encima del 120% o más del capital común de una sociedad matriz). Un alto grado de doble apalancamiento puede resultar en diferencias incrementales de calificación entre una sociedad matriz y sus subsidiarias, particularmente si están involucradas subsidiarias reguladas, ya que los dividendos de esas entidades pueden ser restringidos. Cuando es posible, Fitch revisará la capacidad de proveer dividendos de una subsidiaria regulada en relación a los costos fijos y dividendos de la sociedad controladora.
Índices de capital interno, regulatorio y los <i>covenants</i> de capital	Complementario	Además de las medidas de capital usadas por Fitch, los planes de administración de capital de una firma y un entendimiento de sus modelos económicos de capital son importantes para las calificaciones. Fitch considera los modelos económicos de capital que influyen positivamente en las actividades de negocio y proveen niveles estables y robustos de capital sobre un periodo extendido de tiempo como positivo para las calificaciones. Cuando es relevante, Fitch monitorea los índices regulatorios de capital y los <i>covenants</i> sobre los índices de capital para asegurar que la firma no esté en peligro de incumplir.

Fuente: Fitch Ratings.

Puntos de Referencia para Capitalización y Apalancamiento — Sociedades de Corretaje de Valores

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
(Activos tangibles – reportos inversos – préstamo de valores)/Capital Base según Fitch (x) ^a	x<5	5≤x<10	10≤x<15	15≤x<20	x≥20
Deuda bruta /EBITDA ajustado (x) ^b	x<0.5	0.5≤x<1.5	1.5≤x<2.5	2.5≤x<3.5	x≥3.5

^aPara sociedades de corretaje de valores con alto uso de balance.

^bSociedades de corretaje de valores con bajo uso de balance.

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Capitalización y Apalancamiento — Sociedades de Corretaje de Valores

Alto uso de balance	Fundamental Contra Complementario
Apalancamiento Ajustado Neto: (Activos Tangibles – Reportos Inversos – Préstamo de Valores /Capital Base según Fitch	Fundamental
Apalancamiento Bruto Tangible: Activos Tangibles + Incrementos en Derivados, Repos Inversos y Préstamo de Valores)/Capital Base según Fitch	Complementario
Apalancamiento ajustado: (Activos tangibles – Repos Inversos)/Capital Base según Fitch	Complementario
Activo Totales/Capital	Complementario
Índice de Capital Regulatorio Nivel 1	Complementario
Capital Base según Fitch/Activos Ponderados por Riesgo	Complementario
Bajo uso de balance	Fundamental Contra Complementario
Deuda Bruta/ EBITDA Ajustado	Fundamental

Fuente: Fitch Ratings.

Fondeo, Liquidez y Cobertura — Sociedades de Corretaje de Valores

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Activos líquidos/Fondeo de corto plazo	Fundamental (para compañías de valores con alto uso de balance)	Es importante que las firmas de valores calcen apropiadamente el plazo de sus fondos a la liquidez de sus activos, con un enfoque particular en la cantidad de activos líquidos disponibles para respaldar las fuentes de financiamiento a corto plazo, que están sujetas al riesgo de refinanciamiento. En la medida en que los repos a corto plazo se utilizan principalmente para financiar activos altamente líquidos que pueden comprometerse para un intercambio, esto se considera más apropiado.
EBITDA ajustado/Gasto por intereses	Fundamental (para compañías de valores con bajo uso de balance)	Para las empresas de valores con un bajo uso del balance, el financiamiento, la liquidez y la cobertura se evalúan principalmente en el contexto del EBITDA ajustado respecto los gastos por intereses.
Fondeo de largo plazo/activos no líquidos	Complementario (para compañías de valores con alto uso de balance)	Fitch evalúa el financiamiento de activos ilíquidos, tales como el <i>merchant banking</i> y valores de alto rendimiento, los activos fijos y capital privado, y considera hasta qué punto están financiados con deuda a largo plazo y capital. Fitch también evalúa cualquier requerimiento de financiamiento contingente que la empresa pueda enfrentar, como líneas de liquidez o líneas de respaldo extendidas, o llamadas de garantías adicionales que se puedan realizar si cambian las condiciones del mercado.
Diversificación del fondeo	Complementario	Fitch evalúa la diversidad de fondos de una empresa de valores, el perfil de vencimiento de la deuda, el estado de liquidez y la proporción de activos líquidos no gravados. El acceso a las líneas de liquidez del banco central también puede ser un factor positivo en la evaluación de financiamiento, liquidez y cobertura, pero no todas las firmas de valores se benefician de esto, ya que dicho acceso depende de la jurisdicción y el estado legal dentro de esa jurisdicción.
Cumplimiento de Covenants	Complementario	La evaluación de financiamiento, liquidez y cobertura de Fitch también puede incluir la consideración del cumplimiento de un emisor con cualquier <i>covenant</i> financiero, la medida en que el cumplimiento fluctúa y la capacidad de la administración para operar el negocio y obtener financiamiento sin estar indebidamente restringido por los requisitos del <i>covenant</i> .

Fuente: Fitch Ratings.

Puntos de Referencia para Fondeo, Liquidez y Cobertura — Sociedades de Corretaje de Valores

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Activos líquidos/Fondeo de corto plazo (%) ^a	x>200	150<x≤200	100<x≤150	85<x≤100	x≤85
EBITDA ajustado/gastos por interés (x) ^b	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3

^a Para sociedades de corretaje de valores con alto uso de balance.

^b Sociedades de corretaje de valores con bajo uso de balance.

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Fondeo, Liquidez y Cobertura — Sociedades de Corretaje de Valores

Alto uso de balance	Fundamental Contra Complementario
Activos líquidos/Fondeo de corto plazo	Fundamental
Fondeo de largo plazo/activos no líquidos	Complementario
Bajo uso de balance	Fundamental Contra Complementario
EBITDA ajustado/Gastos por intereses	Fundamental
Activos líquidos/Fondeo de corto plazo	Complementario

Fuente: Fitch Ratings.

Perfil Financiero — Sociedades de Corretaje de Valores

	aaa	aa	a	bbb	bb	b ccc e inferiores	
Calidad de activos	Actividades de préstamo e inversión: extremadamente estables a lo largo de ciclos de mercado. Las medidas de la calidad de activos son consistentemente mejores que en las instituciones comparables. Los riesgos de concentración son muy bajos. Actividades de intermediación: el riesgo de contraparte es extremadamente bien administrado y diversificado.	Actividades de préstamo e inversión: muy alto grado de estabilidad a lo largo de ciclos de mercado. Las medidas de calidad de activos son mejores que en las instituciones comparables. Los riesgos de concentración son bajos. Actividades de intermediación: el riesgo de contraparte es bien administrado y diversificado.	Actividades de préstamo e inversión: tiene un alto grado de estabilidad a lo largo de ciclos de mercado. Es probable que las medidas de calidad de activos sean moderadamente mejores que en instituciones pares o menos vulnerables a ciclos económicos de tasas. Los riesgos de concentración pueden ser moderadamente mejores que los pares. Actividades de intermediación: el riesgo de contraparte es razonablemente administrado y diversificado.	Actividades de préstamo e inversión: tiene un grado de estabilidad a lo largo de ciclos de mercado. Las medidas de calidad de activos y/o riesgo de concentración están generalmente en línea con los promedios generales de la industria. Actividades de intermediación: el riesgo de contraparte es adecuadamente administrado y diversificado.	Actividades de préstamo e inversión: las medidas de calidad de activos son más volátiles frente a cambios en los ciclos económicos/de mercado y generalmente peores o más vulnerables que los promedios generales de la industria. Los riesgos de concentración pueden estar por arriba del promedio. Actividades de intermediación: la administración del riesgo de contraparte está por debajo del promedio con una diversificación limitada.	Actividades de préstamo e inversión: las medidas de calidad de activos son muy volátiles con base en cambios en los ciclos económicos/de mercado y por lo general significativamente peores o más vulnerables que los promedios generales de la industria. Los riesgos de concentración pueden ser muy altos. Actividades de intermediación: pobre administración del riesgo de contraparte con una alta concentración.	Actividades de préstamo e inversión: tiene o es probable que tenga medidas de calidad de activos que se apartan sustancialmente de los puntos de referencia de la industria o de la normal históricas. Actividades de intermediación: fallas significativas en la administración del riesgo de contraparte.
Ganancias y rentabilidad	Las ganancias y la rentabilidad son altamente previsibles a lo largo de ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia limitada en ingresos transaccionales. Estructura de costos altamente variable. Rendimientos superiores en relación con pares.	Las ganancias y la rentabilidad son muy previsibles durante múltiples ciclos económicos y de tasas de interés. Dependencia limitada en ingresos transaccionales. Estructura de costos variable en gran medida. Rendimientos sólidos en relación con pares.	Las ganancias y la rentabilidad son moderadamente variables durante ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia modesta en ingresos transaccionales. Estructura de costos variable en gran medida. Rendimientos sólidos en relación con pares.	Las ganancias y la rentabilidad pueden ser variables durante ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia modesta en ingresos transaccionales. Estructura de costos variable en gran medida. Rendimientos adecuados en relación con pares.	Las ganancias y la rentabilidad pueden ser sumamente variables durante ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia moderada en ingresos transaccionales. Estructura de costos es menos variable que las empresas pares. Rendimientos por debajo del promedio en relación con pares.	Las ganancias y la rentabilidad son volátiles y altamente vinculadas con ciclos económicos y/o de tasas de interés. Gran dependencia en ingresos transaccionales. La estructura de costos es fija en gran parte. Débiles rendimientos en relación con pares.	Puede ser estructuralmente no rentable ya sea en base reportada u operativa. El retorno al punto de equilibrio o a una rentabilidad sostenible es sumamente incierto.
Capitalización y apalancamiento	La capitalización y el apalancamiento son extremadamente fuertes y proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con reservas muy significativas sobre los mínimos regulatorios además sobre instituciones pares. Los objetivos de capital y apalancamiento incorporan la capacidad para resistir shocks severos.	La capitalización y el apalancamiento son fuertes y proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con reservas cómodas sobre los mínimos regulatorios además sobre instituciones pares. Los objetivos de capital y apalancamiento incorporan la capacidad para resistir shocks significativos.	Los niveles de capitalización y apalancamiento son ampliamente proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con reservas sólidas sobre los mínimos regulatorios y generalmente por encima de instituciones pares. Los niveles de capital y apalancamiento pueden ser relativamente más volátiles, pero probablemente afectados moderadamente sólo por una severa calidad de activos y shocks de valor de mercado.	La capitalización y el apalancamiento pueden no ser totalmente proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con reservas satisfactorias sobre los mínimos regulatorios y generalmente son acordes con instituciones pares. Los niveles de capital y apalancamiento pueden ser más vulnerables a shocks severos.	La capitalización y el apalancamiento no son totalmente proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con reservas moderadas sobre los mínimos regulatorios y pueden estar por debajo de instituciones pares o son de alguna manera vulnerables debido a riesgos significativos del país. El capital y el apalancamiento son sumamente vulnerables a shocks severos, pero capaces para resistir shocks moderados.	La capitalización y el apalancamiento no son proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento son bajos y las reservas sobre los mínimos regulatorios son pequeñas, o el capital es vulnerable debido a los altos riesgos del país. Los niveles de capital y apalancamiento pueden estar muy por debajo de las instituciones pares y sumamente vulnerables a shocks	La capitalización y el apalancamiento tienen claras deficiencias que ya sean tienen o pueden requerir inyecciones de capital.
Fondeo, liquidez y cobertura	El fondeo y la liquidez son excepcionalmente estables. Mínima dependencia en financiamiento mayorista. El fondeo no es sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo son sumamente diversas. Se implementan planes de contingencia de fondeo extremadamente sólidos.	El fondeo y la liquidez son muy estables. Mínima dependencia en fondeo de corto plazo. El financiamiento mayorista es principalmente de largo plazo con un apetito de inversionista establecido. El fondeo es relativamente menos sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo son muy diversas. Se implementan planes de contingencia de fondeo muy sólidos.	El fondeo y la liquidez son estables. El financiamiento mayorista es principalmente de largo plazo. El fondeo puede ser moderadamente sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo son relativamente diversas. Se implementan planes de contingencia de fondeo sólidos.	El fondeo y la liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones de financiamiento moderadas o dependencia en fuentes de financiamiento mayorista menos estables. El fondeo es sensible a la confianza y la liquidez se puede volver más cara o menos estable durante periodos de estrés. Se implementan planes de contingencia de fondeo razonables.	El fondeo y la liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones de financiamiento sustanciales o dependencia significativa en fuentes mayoristas de financiamiento menos estables. El acceso a financiamiento puede ser incierto durante periodos de estrés de mercado. Los planes de contingencia de fondeo pueden no ser suficientes.	El fondeo y la liquidez son menos estables y más propensos a cambios repentinos en el sentimiento de acreedores. El acceso a financiamiento durante periodos de estrés de mercado es muy incierto. Los planes de contingencia de fondeo pueden no estar bien desarrollados.	El fondeo y la liquidez son inestables en ausencia de cualquier mecanismo formal de soporte extraordinario. No existen planes de contingencia de fondeo.

Fuente: Fitch Ratings.

Definiciones de Ganancias de Administradores de Inversión

Comisiones Base de Administración

- (+) Comisiones de transacción y consultoría
 - (-) Compensación No vinculada a incentivo
 - (-) Compensación de capital
 - (-) Gastos operativos
 - (-) Gasto por intereses
 - (=) Ganancias relacionadas con comisiones
 - (+) Compensación de capital
 - (+) Gasto por intereses
 - (+) Depreciación y amortización
 - (-) Ingresos que no implican efectivo
 - (=) (F)EBITDA
- Fuente: Fitch Ratings.

II.5.b Administradores de Inversión

La evaluación de Fitch del perfil financiero para administradores de inversión, compañías de inversión y fondos de inversión considera los siguientes sub-factores:

- desempeño de activos (y calidad de activos en el caso de compañías de inversión);
- ingresos y rentabilidad;
- capitalización y apalancamiento;
- fondeo, liquidez y cobertura.

Desempeño de Activos — Administradores de Inversión

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Flujos netos de clientes/ (F)AUM iniciales	Fundamental (Para administrador de inversiones y fondos de inversión)	Fitch evalúa los flujos de fondos en términos absolutos y relativos para comprender la capacidad de una empresa de aprovechar las condiciones del mercado para invertir y / o salir de las inversiones y, para los fondos líquidos, para evaluar los flujos netos o los reembolsos en una variedad de ciclos de mercado. Flujos de fondos más estables se traducen en una estabilidad mayor de comisiones a lo largo del tiempo. En la medida en que el gerente o el fondo tengan entradas más predecibles y/o la capacidad de administrar el ritmo de las salidas, estas podrían influir positivamente en la evaluación de Fitch. Ejemplos de entradas más predecibles podrían incluir un administrador de inversiones con una compañía de seguros hermana que utiliza el administrador de inversiones para administrar la totalidad o una parte de su cuenta de inversión general o un fondo de pensiones establecido para administrar las contribuciones de una porción definida de empleados o ciudadanos. Los ejemplos de salidas gestionadas podrían incluir estructuras de fondos en las que el administrador de inversiones puede influir en el momento o el importe de la amortización.
Desempeño y Calidad de activos	Complementario (para compañías de inversión)	Para las compañías de inversión, Fitch considera una combinación de desempeño de activos y factores de calidad de activos. El desempeño de los activos pretende indicar cómo la apreciación / depreciación del valor de mercado ha impactado el valor de los activos que garantizan la deuda pendiente, al tiempo que proporciona una indicación sobre las capacidades de selección de activos de la empresa de inversión (o su gestor de inversiones). La calidad de los activos está dirigida a indicar la calidad de las inversiones que garantizan la deuda pendiente y la calidad / confiabilidad del dividendo ascendente y el ingreso por intereses recibidos de las compañías del portafolio. Para las compañías de inversión que invierten en un número finito (menos de 30) de compañías en el portafolio o exhiben una concentración del portafolio importante (tenencia individual superior al 15%), Fitch considera la calidad crediticia y la antigüedad de las inversiones subyacentes para evaluar el perfil general de calidad del activo. Esto generalmente se logra al consultar las calificaciones de Fitch de dichas compañías del portafolio o al considerar otras fuentes externas de información en ausencia de dicha información. En la medida en que una empresa del portafolio que comprende una gran parte (más del 15%) no tiene calificación, Fitch puede optar por realizar una Opinión crediticia interna de dicha entidad para respaldar la calificación de la empresa de inversión.
Desempeño relativo a las referencias y a pares	Complementario	Fitch considera la estabilidad del rendimiento de la inversión, sobre una base absoluta y relativa a las expectativas de los inversionistas. Fitch considerará puntos o índices de referencia específicos de la firma cuando evalúe el desempeño del fondo, pero también buscará fuentes independientes de datos de desempeño, cuando estén disponibles, para comprender el rendimiento relativo del fondo en función de la antigüedad, el tamaño, la geografía y la estrategia. Sin embargo, los períodos prolongados de rendimiento superior inexplicable también requerirían un análisis adicional y podrían conducir a un ajuste negativo en la evaluación del rendimiento de los activos de Fitch si las debilidades relevantes en la gestión del riesgo y o del estilo fueran el catalizador.
Estabilidad de comisiones por administración	Complementario	Fitch también evaluará la estabilidad de las comisiones de gestión observando las contribuciones de ganancias por fondo, estrategia y/o segmento. Del mismo modo, la exposición desmesurada a una estrategia sectorial o de la industria podría aumentar las correlaciones y la volatilidad en los flujos de comisiones. Fitch revisa las tarifas promedio de comisiones en estrategias individuales sobre una base relativa para evaluar el poder de fijación de precios y la capacidad del administrador de inversiones para soportar la presión incremental de comisiones.

Fuente: Fitch Ratings.

Puntos de Referencia para Desempeño de Activos — Administradores de Inversión

	aa y superior	a	bbb	bb	b e inferior
Flujos netos de clientes/ (F) AUM iniciales (%) ^a	x>10	5<x≤10	5≥x>(5)	(5)≥x>(10)	x≤(10)

^aPara administradores y fondos de inversión
Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Desempeño de Activos/Calidad de Activos — Administradores de Inversión

Administradores de Inversión y fondos de inversión	Fundamental contra Complementario
Flujos netos de clientes/(F) AUM iniciales (F)AUM	Fundamental
Crecimiento de (F) AUM	Complementario
Comisión de administración/Promedio de (F)AUM	Complementario
Ingresos totales/Promedio de (F) AUM	Complementario
(F)EBITDA/Promedio de (F) AUM	Complementario
Compañías de inversión	Fundamental contra Complementario
Promedio ponderado de calidad de crédito de las inversiones/empresas en el portafolio	Complementario

Fuente: Fitch Ratings.

Ganancias y Rentabilidad— Administradores de Inversión

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
(F)EBITDA/ Ingreso por Comisiones	Fundamental	Fitch evalúa los ingresos y la rentabilidad de los administradores de inversiones principalmente sobre la base de las medidas de ganancias relacionadas con comisiones, tales como el margen (F) EBITDA. (F) EBITDA incluye cargos por transacción, monitoreo y asesoría, pero Fitch puede eliminarlos de su cálculo de flujo de efectivo recurrente si se cree que son muy volátiles a lo largo del tiempo. Por el contrario, los ingresos por intereses y/o dividendos que un administrador de inversiones alternativo puede obtener de las inversiones del balance general podrían agregarse a (F) EBITDA si los ingresos se consideran contractuales (por ejemplo, cupones de intereses y dividendos preferentes), menos correlacionados con las comisiones de administración base de gestión y relativamente estables a lo largo del tiempo
Rendimiento sobre Activos	Fundamental	Para los administradores de inversión intensivos en balance, el rendimiento de los activos (ROA) es la principal consideración de ganancias y rentabilidad. Para las empresas de inversión, las ganancias y la rentabilidad suelen ser un factor de menor influencia dado el enfoque analítico en la sobrecolateralización de activos y la liquidez en relación con la deuda y las ganancias pueden ser periódicamente influenciadas por ganancias/pérdidas no realizadas como resultado de cambios en los valores de mercado de las inversiones subyacentes. De manera complementaria, las ganancias y la rentabilidad también pueden ser evaluadas sobre la base del rendimiento sobre el capital (ROE).
Estabilidad y diversificación de ingresos	Complementario	La evaluación de Fitch de las ganancias y la rentabilidad considera la tendencia histórica del desempeño de las ganancias de un administrador de inversiones, la diversidad, la estabilidad y la calidad de sus ganancias, y la capacidad del administrador de inversiones para generar utilidades a través de ciclos. La mezcla de productos y la fortaleza del desempeño por producto son factores clave para proporcionar estabilidad en los ingresos. Un componente adicional en la evaluación de la estabilidad de las ganancias y comisiones es si existen <i>lock-ups</i> en los inversores de fondos.
Generación de comisiones de incentivo	Complementario	Si bien Fitch se enfoca en medidas de flujo de efectivo recurrente al evaluar el desempeño de ganancias principales de un administrador de inversiones, la agencia no ignora la generación del ingreso por coinversión o el ingreso por incentivos (también conocido como <i>carry income</i> y <i>performance fees</i>), ya que pueden proporcionar un colchón adicional para la capacidad del servicio de la deuda y hablar sobre el éxito del administrador del fondo, lo que ayuda a la empresa a recaudar fondos en el futuro y, por lo tanto, a generar comisiones de gestión futuras. El <i>carried-interest</i> puede ser sustancial, pero tiene una variabilidad significativa a lo largo del tiempo.
Estructuras y vencimientos de fondos	Complementario	Fitch considera que las estructuras de fondos con <i>lock-ups</i> , especialmente las de más largo plazo, son más favorables, ya que brindan una base más estable sobre la cual obtener comisiones. Los fondos escalonados y los <i>lock-ups</i> también se ven generalmente de manera más favorable desde una perspectiva de ganancias, ya que aseguran que el cierre de un fondo no resulte en una caída dramática en las comisiones y consecuentemente en las ganancias.

Fuente: Fitch Ratings.

Puntos de Referencia para Ganancias y Rentabilidad — Administradores de Inversión

	aa y superior	a	bbb	bb	b y menor
(F)EBITDA/Ingreso por comisiones (%)	x>50	30<x≤50	20<x≤30	10<x≤20	x≤10

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Ganancias y Rentabilidad — Administradores de Inversión

Administradores de Inversión	Fundamental Contra Complementario
(F)EBITDA/ingreso por comisiones	Fundamental
Comisiones de Administración/Comisiones totales	Complementario
Comisiones de Administración /Ingresos totales	Complementario
(Compensación base + gastos operativos)/ingreso total por comisiones	Complementario
Incentivos de Compensación/Ingresos por incentivos	Complementario
Ganancias Relativas a Comisiones (Utilidad Neta)/Ingresos por Comisiones	Complementario
Utilidad neta/capital promedio	Complementario
Compañías de Inversión y Fondos de Inversión	Fundamental Contra Complementario
Utilidad neta/Activos promedio	Fundamental
Utilidad neto/capital promedio	Complementario

Fuente: Fitch Ratings.

Capitalización y Apalancamiento — Administradores de Inversión

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Deuda bruta/(F)EBITDA	Fundamental (para Administradores de Inversión)	El apalancamiento, medido como la deuda dividida por (F)EBITDA, se analiza desde una perspectiva de tendencia y en relación con las empresas pares y los niveles de tolerancia general de Fitch para una calificación determinada. Fitch aplica puntos de referencia de apalancamiento más conservadores para los administradores de inversión con la mayoría de sus comisiones evaluadas contra NAV, comparadas con la mayoría de sus comisiones evaluadas contra el capital comprometido.
Deuda bruta/Capital tangible	Fundamental (para compañías de inversión)	Para las empresas de inversión, los fondos de inversión y los gestores de inversiones que tienen una exposición de inversión conjunta importante, la capitalización del balance es una consideración más significativa. Al revisar la idoneidad de la capitalización, Fitch considera el tamaño de la base de capital en relación con el administrador de inversión, la compañía de inversión o los riesgos del fondo de inversión. En la medida en que el capital es un factor analítico significativo, Fitch toma en cuenta las políticas de la administración con respecto a los objetivos de indicadores de capital mínimos, programas de recompra de acciones y pagos de dividendos, así como la capacidad de recaudar capital nuevo y generar capital internamente. Si está sujeto a requisitos de capital regulatorio, Fitch también los revisará, ya sea en la propia empresa o en cualquier subsidiaria regulada.
Deuda Bruta (Largo + Corto) a NAV	Fundamental (para fondos de inversión)	Para los fondos de inversión, Fitch analiza normalmente el apalancamiento de manera similar a las empresas de valores, utilizando NAV como un sustituto del capital. Los altos niveles de apalancamiento serían considerados como un atributo de calificación negativo para los fondos de inversión debido a ganancias menos estables y al hecho de que el pago de las obligaciones generalmente proviene de las ventas de activos y estos activos a menudo son menos líquidos. Dicho esto, el apalancamiento para los fondos de inversión puede variar ampliamente dependiendo el perfil de riesgo, la liquidez y la duración de los activos.
Tamaño y Composición del balance	Complementario	Fitch señala que los administradores de inversión que únicamente administran activos para inversionistas externos a menudo no cuentan con balances considerables que requieran una significativa absorción de pérdidas. En tales casos, la capitalización podría ser más baja y el capital común tangible podría ser negativo, incluso con una capitalización de grado de inversión y un nivel de puntaje de apalancamiento. Sin embargo, Fitch esperaría que tales administradores de inversiones tuvieran suficiente efectivo y capacidad de generación de efectivo para compensar litigios inesperados o pérdidas operativas según sea apropiado dado el alcance de sus operaciones. En igualdad de condiciones, un administrador de inversiones que hace un uso extensivo de su balance e invierte en inversiones ilíquidas tenderá a tener un puntaje de capitalización y apalancamiento menor que aquel que hace poco uso de su balance. Sin embargo, otros factores como la capitalización, el acceso al capital y la liquidez pueden contrarrestar estos factores.
Crédito Mercantil	Complementario	Muchos gestores de inversiones crecen por adquisición y, por lo tanto, tendrán una cantidad significativa de crédito mercantil y otros intangibles en su balance. Estos activos también están sujetos a deterioro si la viabilidad del negocio adquirido se deteriora. Fitch considerará el potencial de dicho deterioro en su análisis de capitalización y apalancamiento, según sea apropiado. Fitch señala que el deterioro no tendrá ningún impacto en el capital tangible o Capital Base según Fitch, ya que el crédito mercantil está excluido de ambas medidas. Sin embargo, un deterioro significativo sería un indicador negativo de la salud general de las ganancias principales de un administrador de inversiones.
Apalancamiento consolidado	Complementario (para compañías de inversión)	Para las compañías de inversión, Fitch tiende a enfocarse en la deuda no consolidada a capital como la métrica principal de apalancamiento y considera que las métricas de apalancamiento de flujo de efectivo tienen una influencia baja. El apalancamiento consolidado se puede considerar como una medida complementaria para evaluar el grado agregado de apalancamiento a través de las inversiones de portafolio subyacentes. Fitch también puede enfocarse más en las métricas de apalancamiento consolidado en su análisis en la medida en que una compañía de inversión tenga un historial sostenido de proporcionar soporte financiero a las compañías del portafolio.

Fuente: Fitch Ratings.

Puntos de Referencia para Capitalización y Apalancamiento — Administradores de Inversión

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Deuda Bruta/(F)EBITDA (x) ^a	x<0.25	0.25≤x<1.5	1.5≤x<3.0	3.0≤x<5.0	≥5.0
Deuda Bruta/(F)EBITDA (x) ^b	x<0.50	0.50≤x<2.5	2.5≤x<4.0	4.0≤x<6.0	≥6.0
Deuda Bruta/Capital Tangible (x) ^c	x<0.15	0.15≤x<0.35	0.35≤x<0.50	0.50≤x<1.0	≥1.0

^a Para los administradores de inversiones con la mayoría de sus comisiones evaluadas contra el valor neto de los activos. ^b Para administradores de activos con la mayoría de sus comisiones evaluadas contra el capital invertido o el capital comprometido. ^c Para compañías de inversión.

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas Capitalización y Apalancamiento — Administradores de Inversión

Administradores de Inversión	Fundamental Contra Complementario
Deuda Bruta/(F)EBITDA	Fundamental
Deuda Neta /(F)EBITDA	Complementario
Deuda Bruta/Capital Tangible	Complementario
Deuda Bruta/Capital Base según Fitch	Complementario
Deuda Neta/Capital Tangible	Complementario
Compañías de Inversión	Fundamental Contra Complementario
Deuda Bruta/Capital Tangible	Fundamental
Fondos de Inversión	Fundamental Contra Complementario
(Posiciones de inversión brutas largas + posiciones cortas brutas)/(Valor Neto de los Activos)	Fundamental

Fuente: Fitch Ratings.

Fondeo, Liquidez y Cobertura — Administradores de Inversión

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
(F)EBITDA/Gasto por intereses	Fundamental (para administradores de inversión)	Fitch evalúa el fondeo, la liquidez y la cobertura de los administradores de inversiones principalmente en función de la cobertura de intereses. Fitch aplica puntos de referencia de cobertura de intereses más conservadores para los administradores de inversiones, con la mayoría de sus comisiones evaluadas contra el NAV en relación con los administradores de inversiones, y la mayoría de sus tarifas se evalúan contra el capital comprometido. Para los administradores de inversiones que pagan dividendos preferentes, Fitch también calcularía la cobertura (F)EBITDA tanto del gasto por intereses como de los dividendos preferentes.
El dividendo ascendente (<i>upstream</i>) y la cobertura de ingresos por intereses del gasto por intereses de la tenedora	Fundamental (para compañías de inversión)	Para las compañías de inversión, la cobertura se evalúa en el contexto del dividendo ascendente y los ingresos por intereses de las compañías del portafolio y las inversiones en relación con los gastos operativos de la compañía controladora, los gastos por intereses y los dividendos, con una cobertura superior a dos años son considerados como consistentes con un nivel de fondeo, liquidez y cobertura de grado de inversión. Para las compañías de inversión que son privadas y no tienen políticas de dividendos establecidas, Fitch probablemente eliminará los dividendos de la compañía controladora del denominador de esta métrica, reflejando la naturaleza altamente discrecional de dichos dividendos y la ausencia de riesgo reputacional similar que una compañía de inversión que cotiza en bolsa puede enfrentar al reducir o cortar su dividendo.
(Efectivo + Activos libres de Cesión)/Deuda no garantizada	Fundamental (para fondos de inversión)	Para los fondos de inversión, Fitch se concentra más en la liquidez de los activos que en su capacidad de generación de flujo de efectivo.
Estabilidad y Diversificación de Fondeo	Complementario	Al evaluar la estabilidad de dichas fuentes de fondeo, Fitch revisa el perfil de vencimientos de la deuda, las fuentes de reembolso para cualquier vencimiento a corto plazo, la naturaleza de los <i>covenants</i> de deuda importantes y el desempeño actual y reciente bajo esos <i>covenants</i> . El acceso a la deuda no garantizada y la falta de dependencia de una única fuente de financiamiento se consideran factores positivos para el nivel de fondeo, liquidez y cobertura, al igual que el escalonamiento de los vencimientos de la deuda. Para las compañías de inversión, los fondos de inversión y los gestores de inversiones con una exposición más sustancial del balance general, Fitch también considera el perfil de vencimiento de la deuda de las fuentes de fondeo de la empresa en relación con los vencimientos y la liquidez de sus activos.
Fuentes y términos de liquidez	Complementario	Fitch considera las fuentes de liquidez de los gestores de inversiones, incluidas las líneas comprometidas, la capacidad de generación de flujo de efectivo, el efectivo no restringido del balance general y las inversiones en el balance general. Con respecto a las fuentes de liquidez basadas en pasivos, Fitch considera los términos y los vencimientos de las líneas, los compromisos asociados y la calidad de los proveedores de fondos. Para los gestores de inversiones alternativos, Fitch revisa los niveles de liquidez en relación con los compromisos no financiados, prestando especial atención al efectivo del balance y los valores líquidos como un porcentaje de los compromisos no financiados. Las mismas consideraciones se aplican, aunque en menor grado, a los administradores de inversiones que no hacen un uso extensivo de su propio balance. Fitch espera que dichos administradores de inversiones tengan niveles razonables de efectivo o liquidez basada en pasivos para enfrentar pérdidas inesperadas, vencimientos de deuda esperados, servicios de intereses y otras salidas.
Distribuciones	Complementario	Los gestores de inversiones tienden a distribuir una porción significativa de sus ganancias anualmente. Si bien Fitch cree que los administradores de inversiones tienen la flexibilidad de ajustar las distribuciones según sea necesario, las restricciones de liquidez a menudo se desarrollan durante los entornos económicos y de mercado más difíciles, cuando los flujos de ganancias suplementarias tienden a ser relativamente bajos. Como resultado, una alta tasa de distribución puede ser una restricción en el nivel de fondeo, liquidez y cobertura.
Historial de Soporte al Fondo	Complementario	Fitch evalúa el historial de proporcionar soporte financiero a los fondos, considerando tanto la frecuencia como la magnitud de dicho soporte. Junto con esta revisión, Fitch también buscará evaluar si el soporte pasado ha creado una percepción entre los inversionistas de fondos de que el respaldo futuro de los fondos puede ser más probable. Los niveles significativos de soporte futuro esperado pueden afectar negativamente la evaluación de fondeo, liquidez y cobertura de un emisor.
Riesgo de Amortización	Complementario (para fondos de inversión)	Para los fondos de inversión, Fitch analiza la estructura del período de lock-up inicial, los parámetros de amortización (frecuencia, período de aviso, importe, etc.) de los fondos a partir de ese momento, así como cualquier compuerta en su evaluación de la gestión de la liquidez.

Fuente: Fitch Ratings.

Puntos de Referencia para Fondeo, Liquidez y Cobertura - Administradores de Inversiones

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
(F)EBITDA/Gasto por intereses (x) ^a	x>18	12<x≤18	6<x≤12	3<x≤6	x≤3
(F)EBITDA/Gasto por intereses (x) ^b	x>12	8<x≤12	4<x≤8	2<x≤4	x≤2
Dividendo Ascendente de Un Año y Cobertura de Ingresos por intereses del gasto por intereses de la Controladora de un año (x) ^c	x>10	6<x≤10	3.5<x≤6.0	2.5<x≤3.5	x≤2.5
Dividendo Ascendente de un año y Cobertura de Ingresos por Intereses de los Costos de Operación, Gastos por Intereses y Dividendos de la Controladora de Dos Años (x) ^{c,d}	x>1.0	x>1.0	x>1.0	x≤1.0	x≤1.0

^a Para los administradores de inversiones con la mayoría de sus comisiones evaluadas contra el valor neto de los activos. ^b Para administradores de activos con la mayoría de sus comisiones evaluadas contra el capital invertido o el capital comprometido. ^c Para compañías de inversión ^d Para las compañías de inversión que son privadas y no tienen políticas de dividendos establecidas, Fitch probablemente eliminará los dividendos de la compañía controladora del denominador de este índice.

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Fondeo, Liquidez y Cobertura - Administradores de Inversiones

	Fundamental Contra Complementario
Administradores de Inversión	
(F)EBITDA/Gasto por Intereses	Fundamental
(Efectivo + Activos Líquidos)/ Activos Totales	Complementario
(Efectivo + Activos Líquidos)/Deuda	Complementario
(Efectivo + Activos Líquidos + Coinversiones)/Deuda	Complementario
Activos Líquidos / Compromisos de Fondos	Complementario
Dividendos / Ganancias en Efectivo	Complementario
Compañías de Inversión	
El dividendo ascendente y la cobertura de ingresos por intereses del gasto por intereses de la controladora	Fundamental
Un año de dividendos ascendentes y la cobertura de ingresos por intereses de los gastos operativos, gastos por intereses y dividendos de dos años de la controladora	Fundamental
Fondos de Inversión	
(Efectivo + Activos Libres o No Cedidos en Garantía)/Deuda No Garantizada	Fundamental
Total Activos No Líquidos/Valor Neto del Activo	Complementario

Fuente: Fitch Ratings.

Perfil Financiero — Administradores de Inversiones

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc e inferiores
Desempeño de los Activos	Historial excepcionalmente fuerte de entradas de (F)AUM /estabilidad a través de ciclos de mercado. Desempeño excepcional vs. puntos de referencia y/o desempeño de fondo del cuartil superior a través de estrategias. Las comisiones y estructuras de incentivo están significativamente por encima de los estándares de la industria. Los riesgos de concentración (industria, cosecha e inversionistas) son muy bajos o efectivamente mitigados.	Historial muy fuerte de flujos de (F)AUM/estabilidad a través de ciclos de mercado. Rentabilidad superior consistente vs. puntos de referencia y/o desempeño de fondo de cuartil superior a través de estrategias. Las comisiones y estructuras de incentivo están muy por encima de los estándares de la industria. Los riesgos de concentración (industria, cosecha e inversionista) son bajos o efectivamente mitigados.	Historial fuerte de flujos de (F)AUM/estabilidad a través de ciclos de mercado, aunque los flujos pueden volverse negativos en periodos de estrés extremo de mercado. El desempeño de inversión/fondo cumple ampliamente o supera el punto de referencia; sin embargo, ciertas estrategias/fondos pueden tener desempeño inferior luego de periodos de estrés de mercado. Las comisiones y estructuras de incentivo están por encima de los estándares de la industria. Los riesgos de concentración (industria, cosecha, e inversionista) pueden ser modestos.	Las entradas de (F)AUM/estabilidad pueden ser más afectadas por condiciones/tendencias de mercado. Desempeño bueno de la inversión/fondo; pero puede con frecuencia tener menor desempeño o retraso respecto al punto de referencia. Las tasas de comisión y estructuras de incentivo en gran parte en línea con los estándares de la industria. Los riesgos de concentración (industria, cosecha, e inversionista) son moderados.	Los flujos de (F)AUM pueden ser afectados significativamente por condiciones/tendencias de mercado. El desempeño de inversión/fondo puede ser extremadamente sensible a condiciones de mercado. Las tasas de comisión y estructuras de incentivo están por debajo de los estándares de la industria. Los riesgos de concentración (industria, venta e inversionista) son significativos.	Los flujos de (F)AUM pueden permanecer negativos después de estrés extremo de mercado debido a concentración en el tipo de producto/fondo. Desempeño de Inversión/fondo persistentemente débil. Las tasas de comisión y estructuras de incentivo están muy por debajo de estándares de la industria. Los riesgos de concentración (industria, cosechas e inversionista) son significativos.	Los flujos de (F)AUM son altamente volátiles debido a concentración significativa dentro de clases de fondos/activo. Desempeño de inversión/fondo muy débil. Las tasas de comisión y estructuras de incentivo están muy por debajo de estándares de la industria.
Ganancias y Rentabilidad	Las ganancias y rentabilidad son altamente predecibles a través de ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia limitada de ingreso transaccional. Estructura de costos altamente variable. Rendimientos superiores respecto a sus pares.	Las ganancias y rentabilidad son muy predecibles sobre múltiples ciclos económicos y tasa de interés. Dependencia limitada sobre ingreso transaccional. Estructura de costos altamente variable. Fuertes rendimientos respecto a sus pares.	Las ganancias y rentabilidad son moderadamente variables sobre ciclos económicos y/o de tasa de interés. Dependencia modesta sobre ingreso transaccional. Estructura de costos altamente variable. Rendimientos sólidos respecto a sus pares.	Las ganancias y rentabilidad pueden ser variables sobre ciclos económicos y/o de tasa de interés. Dependencia modesta sobre ingreso transaccional. Estructura de costos altamente variable. Rendimientos adecuados respecto a sus pares.	Las ganancias y rentabilidad pueden ser altamente variables sobre ciclos económicos y/o de tasa de interés. Dependencia modesta sobre ingreso transaccional. La estructura de costos es menos variable que firmas similares. Rendimientos por debajo del promedio respecto a sus pares.	Las ganancias y la rentabilidad son volátiles y altamente correlacionadas con ciclos económicos y/o de tasa de interés. Alta dependencia sobre ingreso transaccional. La estructura de costos es altamente fija. Rendimientos débiles respecto a sus pares.	Pueden ser estructuralmente no rentables sobre ya sea una base reportada u operativa. El regreso a punto de equilibrio o a una rentabilidad sostenible es altamente incierto.
Capitalización y Apalancamiento	La capitalización y apalancamiento son extremadamente fuertes y conmensurados con el riesgo de balance y/o variabilidad de ganancias. Los objetivos de apalancamiento incorporan la capacidad para resistir severos shocks de valor de mercado.	La capitalización y apalancamiento son fuertes y conmensurados con riesgo de balance y/o variabilidad de ganancias. Los objetivos de apalancamiento incorporan la capacidad de resistir shocks significativos a la calidad de activos y valor de mercado.	Los niveles de capitalización y apalancamiento son ampliamente conmensurados con el riesgo de balance y/o variabilidad de ganancias. Los niveles de apalancamiento pueden ser relativamente más volátiles, pero probablemente sólo modestamente afectados por shocks severos de la calidad de activos y valor de mercado.	Los niveles de capitalización y apalancamiento no pueden ser totalmente conmensurados con el riesgo de balance y/o variabilidad de las ganancias. Los niveles de apalancamiento pueden ser más vulnerables a shocks severos de la calidad de activos y valor de mercado.	La capitalización y apalancamiento no son totalmente conmensurados con el riesgo de balance y/o variabilidad de ganancias. El apalancamiento está por encima de sus pares pero debería ser capaz de resistir shocks de la calidad de activos y valor de mercado.	La capitalización y apalancamiento no son conmensurados con riesgo de balance y/o variabilidad de ganancias. Los niveles de apalancamiento pueden estar muy encima de sus pares y son altamente vulnerables a shocks de la calidad de activos y valor de mercado.	La capitalización y apalancamiento tienen claras deficiencias que han requerido o pueden requerir inyecciones de capital.
Fondeo, Liquidez y Cobertura	El fondeo y liquidez son excepcionalmente estables. Dependencia mínima de fondeo mayorista. El fondeo no es sensible a la confianza. Las fuentes de financiamiento son altamente diversas. El financiamiento está totalmente no garantizado. Planes de fondeo de contingencia extremadamente robustos están en vigor.	El fondeo y liquidez son muy estables. Mínima dependencia sobre fondeo de corto plazo. El fondeo mayorista de largo plazo es predominantemente con un apetito establecido de inversionistas. El financiamiento es relativamente menos sensible a la confianza. Las fuentes de financiamiento son muy diversas. El financiamiento está totalmente no garantizado. Planes muy robustos de fondeo de contingencia están en vigor.	El fondeo y liquidez son estables. El fondeo mayorista es predominantemente de largo plazo. El fondeo puede ser modestamente sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo son relativamente diversas. El fondeo es en gran parte no garantizado. Planes robustos de fondeo de contingencia están en vigor.	El fondeo y liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones moderadas de fondeo o dependencia sobre fuentes de fondeo mayorista menos estables. El fondeo es sensible a la confianza y la liquidez puede convertirse en más cara o menos estable durante periodos de estrés. Las fuentes de financiamiento son moderadamente diversas. Componente significativo de fondeo no garantizado. Planes razonables de fondeo de contingencia están en vigor.	El fondeo y liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones de fondeo o dependencia significativa sobre fuentes mayoristas menos estables de financiamiento. El acceso a fondeo puede ser incierto durante periodos de estrés de mercado. Las fuentes de financiamiento son relativamente limitadas. Falta de un componente de fondeo no garantizado. Los planes de fondeo de contingencia pueden no ser suficientes.	El fondeo y liquidez son menos estables y pueden ser propensos a cambios súbitos en sentimiento de acreedor. Acceso a fondeo durante periodos de estrés de mercado es muy incierto. Las fuentes de financiamiento son muy limitadas. Falta de un componente de fondeo no garantizado. Planes de fondeo contingente pueden no estar bien desarrollados.	El fondeo y liquidez son inestables. Falta de un componente de fondeo no garantizado. No existen planes de fondeo contingente.

Fuente: Fitch Ratings.

Definiciones de ganancias de BDC

Ingresos por intereses
(+) Ingresos por dividendos
(+) Comisiones por transacción y asesoría
(-) Comisiones administrativas base y por incentivos
(-) Gastos por intereses
(-) Gastos operativos
(=) Ingreso por inversiones neto antes de impuestos
(+) Ganancia Realizadas
(-) Pérdidas Realizadas
(=) Ingresos gravables (aprox.)

Fuente: Fitch Ratings.

II.5.c Empresas de Desarrollo de Negocio (BDC)

La evaluación del perfil financiero de Fitch para las BDC considera los siguientes sub-factores:

- calidad de activo;
- ganancias y rentabilidad;
- capitalización y apalancamiento;
- fondeo, liquidez y cobertura.

Calidad Activos — Empresas de Desarrollo de Negocio

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Ganancias realizadas netas/ portafolio promedio, al valor	Fundamental	Para las BDC, Fitch evalúa la calidad de los activos principalmente mediante el uso de ganancias netas realizadas como un porcentaje del valor del portafolio promedio como un indicador de los castigos netos. La generación de pérdidas realizadas netas acumuladas del portafolio significativas durante un ciclo puede ser un indicador de una originación débil, particularmente si el desempeño es significativamente más débil que sus pares (otras BDC). Aun así, las pérdidas realizadas también pueden generarse debido a las estrategias de optimización del portafolio, donde los instrumentos de menor rendimiento se venden, de manera que los ingresos pueden reinvertirse en activos de mayor rendimiento. En todos los casos, Fitch intenta comprender la fuente de las pérdidas realizadas.
Depreciación no realizada del portafolio	Complementario	Las tendencias de la depreciación no realizada del portafolio pueden servir como una alerta temprana de problemas de calidad de activos potenciales, ya que las BDC deben incorporar el perfil crediticio del acreditado final en decisiones de valuación trimestrales. Las tendencias relativas también pueden proveer una visión de la fortaleza de la evaluación de riesgo y/o los procesos de valuación de la BDC. Por ejemplo, un incremento en la depreciación del portafolio contraria a las tendencias de pares y el entorno crediticio actual de ese momento puede indicar procesos de originación débiles y/o valuación errónea. Un incremento en cupones de intereses no monetarios (también conocidos como pagos en especie (PIK por su siglas en inglés) también puede indicar un perfil crediticio más débil de la cartera subyacente, ya que las sociedades del portafolio pueden tener flujos de efectivo insuficientes para cumplir con sus pagos de intereses y la capitalización de pagos de cupón puede ser un precursor para castigos eventuales.
Concentraciones del Portafolio	Complementario	Industria: Ciertas concentraciones por industria pueden respaldarse con una trayectoria exitosa y experiencia interna, pero Fitch cree que las concentraciones muy altas podrían aumentar las correlaciones en el desempeño del portafolio de la compañía, e influenciar negativamente en la evaluación de la calidad de los activos de Fitch. Emisor: Fitch evalúa las inversiones más grandes del portafolio, a su valor razonable, como un porcentaje de activos y capital para medir la sensibilidad de una BDC a disminuciones de valuación en las inversiones individuales. Fitch también considera la magnitud de exposición a instrumentos de renta variable que pueden experimentar movimientos de valuación más volátiles. Muchas BDC están invertidas en fondos de préstamo diversificados o compañías de portafolio que son prestamistas grandes y diversificados. Esta diversificación subyacente puede reducir la sensibilidad de la inversión a movimientos de valuación, aunque esto puede ser compensado por la subordinación de la inversión de la BDC, la cual es típicamente una participación mayoritaria de capital. Las concentraciones altas por emisor pueden influenciar negativamente la evaluación de la calidad de activos de Fitch. Cosecha: Para concentraciones por cosecha, Fitch considera el entorno durante la originación. Un monto significativo de actividad de originación durante condiciones de mercado altamente competitivas podría producir problemas de calidad de activos, influenciando negativamente la evaluación de calidad de activos de la calificadora. Fitch considera las estadísticas de las compañías del portafolio subyacente incluyendo apalancamiento, cobertura de intereses y EBITDA promedio para evaluar el potencial de debilitamiento de la calidad de activos ante un entorno de estrés.

Fuente: Fitch Ratings.

Puntos de Referencia para Calidad de Activos — Empresas de Desarrollo de Negocio

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Ganancias netas realizadas/portafolio promedio, al valor (%)	x>(1.0)	(1)≥x>(3)	(3)≥x>(4)	(4)≥x>(6)	x≤(6)

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Calidad de Activos — Empresas de Desarrollo de Negocio

Métrica	Fundamental Contra Complementario
Ganancias netas realizadas/portafolio promedio, al valor	Fundamental
No devengados/Portafolio, al costo	Complementario
No devengados Portafolio, al valor	Complementario
Apreciación neta no realizada (depreciación)/ Portafolio total, al costo	Complementario
Principales 10 inversiones de portafolio/capital	Complementario

Fuente: Fitch Ratings.

Ganancias y Rentabilidad — Empresas de Desarrollo de Negocio

Atributos	Fundamental Contra	
	Complementario	Descripción
Ingreso por Inversión Neto/ Portafolio promedio, al costo	Fundamental	Las ganancias y la rentabilidad tienden a ser un factor de menor influencia para las BDC dado que son principalmente prestamistas garantizados, que buscan rendimiento del principal con un rendimiento ajustado al riesgo apropiado. En este contexto, la rentabilidad desmesurada de la inversión puede ser tan preocupante como las rentabilidades sobre la inversión que son bajas (o negativos), ya que el primero podría indicar un elevado apetito de riesgo mientras que el segundo podría indicar una originación débil y/o poder de fijación de precios.
Mezcla de Ingresos	Complementario	Fitch mira los perfiles de ingresos compuestos principalmente de ingreso por intereses favorablemente, dada la estabilidad relativa de este flujo de ingresos. Las contribuciones excesivas de comisiones transaccionales, impulsadas por volumen de originaciones y/o de reembolsos o rendimientos de renta variable más episódicos son vistas negativamente por Fitch, ya que estas fuentes de ingreso son probablemente más inestables a lo largo del tiempo o proveen la motivación errónea para crecer. Por ejemplo, una BDC puede inclinarse a continuar originando inversiones en un entorno crediticio competitivo si el ingreso por comisiones se necesita para cumplir con pagos de dividendos.
Ganancias realizadas y no realizadas / Pérdidas	Complementario	Al considerar las ganancias y pérdidas no realizadas que resultan del requerimiento de GAAP para marcar el portafolio a valor razonable cada trimestre, Fitch se enfoca en lo que dio lugar a los cambios y la probabilidad de que estos se realicen. Generalmente, Fitch espera que las ganancias y pérdidas realizadas netas del portafolio sean relativamente modestas a lo largo del tiempo, particularmente si las prácticas de originación son prudentes y la exposición a inversiones de renta variable es mínima. Sin embargo, ya que a las BDC no se les permite crear reservas para pérdidas crediticias, es realista asumir que una BDC tendrá pérdidas crediticias realizadas periódicas. Por lo tanto, Fitch evalúa el desempeño de pérdida neta realizada de una compañía a lo largo del tiempo y sobre una base relativa para tener una percepción de la fuerza de sus estándares de originación.
Estructura de costos	Complementario	La estructura de costos de una BDC es analizada considerando la cantidad de flexibilidad provista cuando las condiciones de mercado son menos favorables. Dado lo anterior, Fitch considera qué tan variable es el costo base. Fitch también considera la estructura del contrato de administración para compañías administradas externamente y observa los requerimientos de rentabilidad total de forma más favorable. Una revisión de los gastos de la BDC como porcentaje del portafolio al costo provee una visión en la escalabilidad de la plataforma y si es apropiada al modelo y estrategia de negocio. Si los indicadores de gastos son altos, podría señalar que la BDC tiene una carga de costo fijo significativa. De lo contrario, si los indicadores de gastos son muy bajos, esto podría indicar una falta de infraestructura suficiente para administrar el portafolio.

Fuente: Fitch Ratings.

Puntos de Referencia para Ganancia y Rentabilidad — Empresas de Desarrollo de Negocio

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Ingreso por inversión neto/portafolio promedio, al Costo (%)	5<x≤10	5<x≤10	5<x≤10	x≤5 o x>10	x≤5 o x>10

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Ganancias y Rentabilidad — Empresas de Desarrollo de Negocio

Métricas	Fundamental Contra Complementario
Ingreso por inversión neta/portafolio promedio, al costo	Fundamental
Ingreso por inversión/portafolio promedio, al costo	Complementario
Gastos operativos y sin incentivos /portafolio promedio, al costo	Complementario
Compensación/portafolio promedio, al costo	Complementario
Ingreso neto/activos promedios	Complementario

Fuente: Fitch Ratings.

Capitalización y Apalancamiento — Empresas de Desarrollo de Negocio

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Colchón de Cobertura de Activos	Fundamental	<p>La Ley 40 (40 Act por sus siglas en inglés) requiere que las BC mantengan una cobertura de activos de 200%, lo cual limita esencialmente el indicador de deuda a capital a 1.0x. Sin embargo, el paso de la ley de disponibilidad de crédito para empresas pequeñas de marzo 2018, le permite a las BDC reducir los requerimientos de cobertura de activos a 150%, sujeto a la aprobación del consejo y/o los accionistas, lo cual esencialmente limita el indicador de deuda a capital a 2.0x. El incumplimiento del límite relevante impide a la compañía incurrir en deuda adicional o pagar dividendos que a menudo resultan en incumplimientos de los acuerdos estipulados en las líneas de crédito de la BDC.</p> <p>El colchón de cobertura de activos de una BDC es una función del objetivo de apalancamiento de la compañía y es evaluado en el contexto de la construcción del portafolio y el entorno del mercado. Una BDC debe contar con un colchón adecuado en relación a la limitación elegida para sumar a la potencial variabilidad en la valuación del portafolio trimestralmente. Fitch cree que el colchón debería aumentar cuando el portafolio de inversión de la BDC esté cargado mayormente a las partes bajas de la estructura de capital del prestatario.</p> <p>Por ejemplo, se esperaría que una BDC con una exposición extraordinaria a deuda subordinada y/o inversiones de renta variable tenga un objetivo de apalancamiento menor que una BDC enfocada en inversiones sénior de deuda garantizada, mientras todo lo demás permanece igual. La Ley 40 (Act 40) permite la exclusión de los préstamos de la Administración de Pequeñas Empresas (Small Business Administration, SBA) del cálculo del cumplimiento de la cobertura de activos. Sin embargo, Fitch incluye los préstamos de la SBA en su cálculo de apalancamiento y su evaluación general del perfil de riesgo crediticio de la BDC.</p>
Deuda/Capital Tangible		<p>El colchón de cobertura de activos y el indicador de apalancamiento de una BDC están interrelacionados. Fitch considera el objetivo de apalancamiento de la BDC en una base absoluta pero también en relación a la construcción del portafolio y las condiciones del mercado. El objetivo de apalancamiento debe proveer un colchón adecuado relativo a la limitación de cobertura de activos elegida para sumar a la potencial variabilidad de la valuación del portafolio trimestralmente. Fitch esperaría que una BDC opere por debajo de su objetivo de apalancamiento si la construcción del portafolio es más riesgosa que los objetivos establecidos.</p>
Adherencia a Política de Apalancamiento	Complementario	<p>La mayoría de las BDC articulan un objetivo/rango de apalancamiento que se espera que cumplan durante el curso normal de las operaciones. En tales casos, Fitch evalúa el apalancamiento histórico de la BDC en relación con el objetivo. Los incumplimientos frecuentes y/o sostenidos del objetivo de apalancamiento (sin un cambio significativo en la combinación del portafolio) o cambios periódicos en la estrategia articulada podrían tener un impacto negativo en la evaluación de capitalización y apalancamiento de Fitch. Por el contrario, la adhesión estricta al objetivo, incluidas las instancias de desapalancar activamente para mantener el cumplimiento, podría incidir positivamente en la evaluación de capitalización y apalancamiento de Fitch.</p>

Fuente: Fitch Ratings.

Puntos de Referencia para Capitalización y Apalancamiento — Empresas de Desarrollo de Negocio

	aa y Mayor	a	bbb	bb	b y Menor
Colchón de cobertura de activos	x>60%	33%<x≤60%	11%<x≤33%	0%<x≤11%	x = 0%
Apalancamiento Implícito por colchón de cobertura de activos:					
Deuda/capital tangible (x) con requerimiento de cobertura de activos en 200%	x<0.25	0.25≤x<0.50	0.50≤x<0.80	0.80≤x<1.00	x≥1.00
Deuda/capital tangible (x) con requerimiento de cobertura de activos en 150%	x<0.36	0.36≤x<0.80	0.80≤x<1.45	1.45≤x<2.00	x≥2.00

Nota: Una BDC puede elegir reducir su requerimiento de cobertura de activos a 150% pero mantener un nivel objetivo en o por debajo de 1.0x de tal forma que incremente su colchón de cobertura de activos sin necesariamente incrementar su perfil de apalancamiento. Mientras ese escenario podría ser visto como incrementalmente positivo por Fitch, la evaluación de Fitch de capitalización y apalancamiento podría ser menor que el nivel implícito por el punto de referencia, dependiendo del perfil de riesgo del portafolio, el historial de la BDC en crédito, y su habilidad para consistentemente administrar el apalancamiento y la mezcla de negocios dentro de los objetivos establecidos.

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Capitalización y Apalancamiento — Empresas de Desarrollo de Negocio

Métrica	Fundamental Contra Complementario
(Activos –(valor par de la deuda x requerimiento de cobertura de activos)) / activos	Fundamental
Deuda/capital tangible	Complementario
(Activos – pasivos corto plazo)/deuda largo plazo	Complementario
(Capital – pasivos con interés)/portafolio, al valor	Complementario

Fuente: Fitch Ratings.

Fondeo, Liquidez y Cobertura — Empresas de Desarrollo de Negocio

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Deuda no garantizada/Deuda Total	Fundamental	Fitch considera la mezcla de fondeo garantizado y no garantizado en la estructura de capital de una BDC y considera que un componente significativo de fondeo no garantizado es positivo, ya que le provee a la BDC la flexibilidad de agregar fondeo garantizado en caso de una disrupción significativa en los mercados de capital. Las BDC comúnmente tienen líneas de crédito revolventes bancarias garantizadas con gravámenes generales sobre todos los activos de inversión, que técnicamente no prevén un conjunto de activos no comprometido para acreedores no garantizados. Sin embargo, las BDC generalmente pueden emitir deuda a plazo garantizada, que comparte el gravamen de las líneas revolventes, si el acceso económico a fondos no garantizados no está disponible.
Diversificación de Fondeo	Complementario	Una BDC con un conjunto diverso de fuentes de fondeo disponibles, que puede consistir de facilidades crediticias revolventes, vehículos para fines especiales (SPV por sus siglas en inglés), bursatilizaciones de cartera, fondeo de SBA, colocaciones privadas, notas y capital públicos, sería más favorable. Fitch tiende a ver los compromisos de un grupo de bancos diversos más favorable que un solo proveedor de fondeo o la concentración por fuente de fondeo, ya que las condiciones cambiantes en cualquier institución financiera podría resultar en una reducción de préstamos a la industria y la cancelación de los compromisos existentes al madurar, o antes si es factible.
Liquidez	Complementario	La liquidez se evalúa en función del efectivo no sujeto a restricciones del balance, la capacidad de disposición de las líneas revolventes, la generación de efectivo del portafolio y la cobertura de ganancias en efectivo de los pagos de dividendos. Fitch espera que una BDC tenga suficiente efectivo disponible y capacidad no utilizada en sus líneas de crédito, como mínimo, para proporcionar inversiones de seguimiento en las compañías del portafolio, según sea necesario, y para cumplir con los vencimientos de deuda a un plazo cercano. Sin embargo, las BDC que mantienen la capacidad de endeudamiento (y apalancamiento) para aprovechar las atractivas oportunidades de mercado a medida que surgen, se ven de manera más favorable.
Cobertura de ingresos netos por intereses de dividendos	Complementario	<p>Las BDC que eligen ser considerados RIC para fines tributarios deben distribuir anualmente el 90% de sus ingresos gravables a los accionistas. Derivado de lo anterior, Fitch espera que el NII (ingreso neto por interés) financie la mayoría de los dividendos a lo largo del tiempo. Para el cálculo de la cobertura de dividendos, Fitch ajusta el NII por ingresos y gastos no monetarios para calzar los ingresos en efectivo con los pagos de dividendos. Los ingresos no monetarios generalmente tienen la forma de intereses PIK, que se capitalizan al monto del principal del préstamo. El interés de PIK está incluido en los ingresos gravables y, por lo tanto, está sujeto a distribución, pero es posible que nunca se cobre en efectivo si la inversión se reestructura o se cancela. Fitch considera que un BDC con exposición significativa a las ganancias de PIK es más negativa dada la mayor desconexión entre los ingresos en efectivo y los ingresos gravables.</p> <p>Cuando ocurren ganancias de portafolio realizadas, Fitch lo considera más favorable cuando esos ingresos se distribuyen como un dividendo especial o se transfieren al siguiente año contributivo, como un ingreso indirecto, que según Fitch proporciona más estabilidad al dividendo a lo largo del tiempo. Elevar el dividendo trimestral regular debido a la generación de ganancias realizadas es probable que presione la cobertura de dividendos en el futuro, ya que esas ganancias generalmente son episódicas. Las ganancias obtenidas también pueden utilizarse para cubrir el déficit de dividendos de NII, particularmente cuando las inversiones de deuda con bajo rendimiento se han reestructurado en capital.</p> <p>Fitch cree que una disminución en la cobertura de NII en efectivo de los dividendos por debajo del 100% durante un período prolongado de tiempo debería cubrirse con una reducción de dividendos. Cualquier indicio de que la BDC está pidiendo prestado o recaudando capital para financiar su distribución se apreciaría negativamente.</p>

Fuente: Fitch Ratings.

Puntos de referencia para Fondeo, Liquidez, y Cobertura — Empresas de Desarrollo de Negocio

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Deuda no garantizada/deuda total (%)	x>90	50<x≤90	35<x≤50	x≤35	x = 0

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Fondeo, Liquidez, y Cobertura — Empresas de Desarrollo de Negocio

Métrica	Fundamental Contra Complementario
Deuda no garantizada/deuda total	Fundamental
EBITDA ajustado/gasto por interés	Complementario
Ingreso neto por inversiones/dividendos declarados	Complementario
Ingreso neto por inversiones en efectivo/dividendos declarados	Complementario
Ingreso distinto de efectivo/ingreso por intereses	Complementario

Fuente: Fitch Ratings.

Perfil Financiero — Empresas de Desarrollo de Negocios

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y más bajas
Calidad de Activos	Tiene un grado incomparable de estabilidad reflejado en niveles muy bajos de activos no productivos y/o pérdidas mínimas a través de ciclos económicos y/o de tasa de interés. Las métricas de calidad de activos son consistentemente mejores que instituciones comparables. Los riesgos de concentración son muy bajos o efectivamente mitigados. Generación de ganancias acumuladas de cartera neta obtenida en un ciclo.	Tiene un grado muy alto de estabilidad reflejado en niveles bajos de activos no productivos y/o pérdidas bajas en ciclos económicos y/o tasa de interés múltiples. Las métricas de calidad de activos son mejores que instituciones comparables. Los riesgos de concentración son bajos o efectivamente mitigados. Ausencia de pérdidas acumuladas de cartera neta durante un ciclo.	Tiene un alto grado de estabilidad reflejado en niveles modestos de activos no productivos y/o pérdidas. La calidad de activos es moderadamente variable en ciclos económicos o de tasa de interés. Las métricas de calidad de activo probablemente son modestamente mejores que otras instituciones pares o menos vulnerables a ciclos económicos y/o de tasa de interés. Las concentraciones de cartera son modestas. Puede tener pérdidas mínimas acumuladas de cartera neta durante un ciclo.	Tiene un grado de estabilidad reflejado en niveles promedio de activos no productivos y/o pérdidas. Las métricas de calidad de activos probablemente fluctúan en ciclos económicos y/o de tasas de interés. Las métricas de calidad de activos están generalmente en línea con promedios amplios de la industria. Las concentraciones de cartera son moderadas. Puede tener pérdidas modestas acumuladas de cartera neta durante un ciclo.	Tiene niveles por encima del promedio de activos no productivos y pérdidas. Las métricas de calidad de activos son probablemente más volátiles ante los cambios en ciclos económicos y/o de tasa de interés y generalmente peores o más vulnerables que los promedios amplios de la industria. Las concentraciones de cartera son altas. Pueden tener pérdidas significativas acumuladas de cartera neta durante un ciclo o falta de desempeño a través de un ciclo.	Tiene niveles significativamente por encima del promedio de activos no productivos y pérdidas. Las métricas de calidad de activos son probablemente muy inestables basadas en cambios en ciclos económicos y/o de tasa de interés y generalmente significativamente peores o más vulnerables que promedios amplios de la industria. Las concentraciones de cartera son muy altas. Pueden tener pérdidas significativas acumuladas de cartera neta durante un ciclo o historial limitado de desempeño.	Tiene o probablemente tenga métricas de calidad de activos considerablemente más débiles de puntos de referencia de la industria o normas históricas.
Ganancias y Rentabilidad	Las ganancias y rentabilidad son altamente predecibles a través de ciclos económicos y/o de tasa de interés. Dependencia limitada sobre ingreso transaccional. Estructura de costos altamente variable. Medidas de rentabilidad son consistentemente conmensuradas con la naturaleza de aversión al riesgo.	Las ganancias y rentabilidad son muy predecibles en ciclos económicos y de tasa de interés múltiples. Dependencia limitada sobre ingreso transaccional. Estructura de costos altamente variable. Indicadores de rentabilidad son conmensuradas con un riesgo muy bajo pero puede variar modestamente, aunque permanecen generalmente superiores a instituciones comparables.	Las ganancias y rentabilidad son moderadamente variables sobre ciclos económicos y/o de tasa de interés. Dependencia modesta sobre ingreso transaccional. Estructura de costos altamente variable. Medidas de rentabilidad son acordes con riesgo bajo, pero sujeto a variabilidad. La rentabilidad es generalmente mejor que los promedios de la industria.	Las ganancias y rentabilidad pueden ser variables en ciclos económicos y/o de tasa de interés. Dependencia modesta sobre ingreso transaccional. Estructura de costos altamente variable. Medidas de rentabilidad reflejan riesgo inherente o un ambiente altamente competitivo y pueden estar sujetas a variabilidad mayor. La rentabilidad es promedio relativo a promedios amplios de la industria.	Las ganancias y rentabilidad pueden ser altamente variables en ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia moderada sobre ingreso transaccional. Estructura de costos es menos variable que compañías pares. Las medidas de rentabilidad pueden no reflejar totalmente riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está por debajo del promedio relativa a promedios amplios de la industria.	Las ganancias y rentabilidad son volátiles y altamente correlacionadas con ciclos económicos y/o de tasas de interés. Alta dependencia sobre ingreso transaccional. La estructura de costos es altamente fija. Las medidas de rentabilidad pueden no reflejar totalmente el riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está muy por debajo del promedio relativa a promedios amplios de la industria.	Puede ser estructuralmente improductivo sobre una base reportada u operativa. Regresar a punto de equilibrio o rentabilidad sostenida es altamente incierto.
Capitalización y Apalancamiento	La capitalización es extremadamente fuerte y conmensurada al riesgo. La capitalización y el apalancamiento son mantenidos con reservas muy significativas contra mínimos regulatorios tan bien como en instituciones pares.	La capitalización es muy fuerte y conmensurada al riesgo. La capitalización y el apalancamiento son mantenidos con reservas cómodas contra mínimos regulatorios tan bien como en instituciones pares.	Los niveles de capitalización son fuertes y acordes con riesgo. La capitalización y el apalancamiento son mantenidos con reservas sólidas contra mínimos regulatorios generalmente por encima de instituciones pares.	Los niveles de capital están ampliamente conmensurados con el riesgo. La capitalización y el apalancamiento son mantenidos con reservas satisfactorias contra mínimos regulatorios y generalmente en línea con instituciones pares.	Los niveles de capital no están totalmente conmensurados con el riesgo. La capitalización y el apalancamiento son mantenidos con reservas moderadas contra mínimos regulatorios y pueden estar por debajo de instituciones pares.	Los niveles de capital no son conmensurados con el riesgo. La capitalización es baja y las reservas respecto a mínimos regulatorios son pequeñas.	La capitalización y el apalancamiento tienen claras deficiencias que han requerido o pueden requerir inyecciones de capital.

Perfil Financiero — Empresas de Desarrollo de Negocios (continuación)

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y más bajas
Fondeo, Liquidez y Cobertura	El fondeo y liquidez son excepcionalmente estables. Dependencia mínima de fondeo mayorista. Financiamiento no es sensible a la confianza. Fuentes de fondeo son altamente diversas. Fondeo es totalmente no garantizado. La duración del fondeo excede significativamente el vencimiento promedio de activos del portafolio. Acceso demostrado a mercados de capital durante ciclos. Ausencia de ingreso no monetario. Ingreso neto por inversiones en efectivo excede significativamente pagos de dividendos. Planes de contingencia de fondeo extremadamente robustos están en vigor.	El fondeo y liquidez son muy estables. Dependencia mínima en fondeo de corto plazo. Fondeo mayorista es predominantemente de largo plazo con apetito de inversionistas establecido. Fuentes de fondeo son muy diversas. El fondeo está totalmente no garantizado. La duración del fondeo excede el vencimiento promedio de activos del portafolio. Acceso demostrado a mercados de capital durante ciclos. Ingreso no monetario mínimo. Ingreso por inversión neto en efectivo excede pagos de dividendos. Planes de contingencia de fondeo muy robustos están en vigor.	El fondeo y liquidez son estables. Fondeo mayorista es predominantemente de largo plazo. El fondeo puede ser moderadamente sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo son relativamente diversas. El fondeo es en gran parte no garantizado. La duración del fondeo es conmensurada con el vencimiento promedio de activos del portafolio. Acceso demostrado a mercados de capital durante ciclos. Ingreso no en efectivo mínimo. Ingreso por inversión neto en efectivo excede pagos de dividendos. Planes de contingencia de fondeo robustos están en vigor.	El fondeo y liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones moderadas de financiamiento. Dependencia en fuentes mayoristas menos estables. El fondeo es sensible a la confianza y la liquidez puede ser más cara o menos estable durante periodos de estrés. Componente significativo de fondeo no garantizado. La duración del fondeo es conmensurada con el vencimiento promedio de los activos del portafolio. Acceso demostrado a mercados de capital, pero pueden ser más sensibles a condiciones del mercado. Ingreso no monetario moderado. Ingreso de inversión neto en efectivo cubre pagos de dividendo. Planes de contingencia de fondeo razonables están en vigor.	El fondeo y liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones de fondeo o dependencia significativa sobre fuentes de fondeo mayorista menos estables. Acceso a fondeo puede ser incierto durante periodos de estrés de mercado. Falta de un componente no garantizado de fondeo. La duración del fondeo puede no ser conmensurada con el vencimiento promedio de los activos del portafolio. Ninguna capacidad probada para acceder a mercados de capital. Ingreso no monetario moderado. Ingreso por inversión neto en efectivo está por debajo de pagos de dividendos. Planes de contingencia de fondeo pueden no ser suficientes.	El fondeo y liquidez son menos estables y pueden ser propensos a cambios súbitos en sentimiento de acreedores. Acceso a fondeo durante periodos de estrés de mercado es muy incierto. Falta de un componente no garantizado de fondeo. La duración del fondeo puede no ser conmensurada con el vencimiento promedio de los activos del portafolio. Incapacidad de acceder a mercados de capital. Ingreso no monetario significativo. Ingreso por inversión neto está por debajo de pagos de dividendos. No existen planes de contingencia de fondeo.	El fondeo y liquidez son inestables. La duración del fondeo es de muy corto plazo. Falta de componente no garantizado de fondeo. Ingreso no monetario significativo. Ingreso por inversión neto está significativamente por debajo de pagos de dividendos. No existen planes de contingencia de fondeo.

Fuente. Fitch Ratings

II.5.d Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

La evaluación del perfil financiero de Fitch para las compañías financieras y de arrendamiento considera los siguientes subfactores:

- calidad de activos;
- ganancias y rentabilidad;
- capitalización y apalancamiento;
- fondeo, liquidez y cobertura.

Características de Riesgo de las Principales Actividades de Negocio de las Compañías de Financiamiento y de Arrendamiento

Actividad	Uso del Balance	Principal Fuente de Fondeo ^a	¿Riesgo de Valor Residual?	Principal Fuente de Ganancias	Estabilidad de la Rentabilidad
Arrendamiento					
Arrendamiento de Aeronaves	Alto	Garantizada/ABS/No Garantizada	Si	Ingreso por Arrendamiento	Mas Cíclico
Arrendamiento de contenedores	Alto	ABS/Líneas Bancarias Garantizadas	Si	Ingreso por Arrendamiento	Cíclico
Arrendamiento de Flotillas	Alto	ABS/No Garantizada	Generalmente No	Ingreso por Arrendamiento	Menos Cíclico
Arrendamiento de Camiones	Alto	No Garantizada/Garantizada	Si	Ingreso por Arrendamiento	Menos Cíclico
Arrendamiento de trenes	Alto	Garantizada	Si	Ingreso por Arrendamiento	Cíclico
Rentas					
Renta de Autos	Alto	ABS	Si	Ingreso por Renta	Mas Cíclico
Renta de Equipos	Alto	Garantizada	Si	Ingreso por Renta	Mas Cíclico
Financiamiento de Consumo y Comerciales					
Crédito Comercial	Alto	Depósitos/ No Garantizada	No	Ingreso por Margen	Cíclico
Crédito Automotriz	Alto	ABS/Depósitos/No Garantizada	Si	Ingreso por Margen	Cíclico
Tarjeta de Crédito	Alto	ABS/Depósitos	No	Ingreso por Margen	Cíclico
Crédito Estudiantil	Alto	ABS/Depósitos	No	Ingreso por Margen	Estable
Créditos Hipotecarios	Alto	Garantizada	No	Comisiones de apertura/ Ingreso por administración de cartera	Estable
Factoraje	Alto	Depósitos/No Garantizada	No	Ingresos de Comisiones	Cíclico
Casas de Empeño	Alto	No Garantizada	Si	Ingresos de Comisiones/Venta de Mercancías	Cíclico
Créditos de Nómina	Alto	Líneas bancarias garantizadas	No	Ingreso por Margen y Comisiones	Cíclico
Compradores de deuda	Mediano-Alto	Líneas bancarias/Deuda Garantizada	No	Comisiones / Excedente de cobranza sobre el precio de compra	Menos Cíclico
Servicios Financieros					
Crédito entre pares	Bajo	Menudeo sin recurso/institucional	No	Comisiones por apertura	Cíclico
Administrador de Hipotecas	Bajo	Garantizada	No	Ingreso por administración de cartera	Cíclico

^aOtras diferentes a líneas bancarias.
Fuente: Fitch Ratings.

Calidad de Activos— Compañías de Financiamiento y de Arrendamiento

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Índice de Cartera Vencida y de Incumplimiento (NPL) ^a	Fundamental (Para compañías de financiamiento y arrendamiento con alto uso del balance)	La evaluación de Fitch de la calidad de los activos de las compañías de financiamiento y arrendamiento se enfoca principalmente en los deterioros de los préstamos o en los arrendamientos deteriorados, pero también considera la morosidad, el no devengo, los castigos netos y las tasas de provisión para pérdidas crediticias. Fitch considera el desempeño de estas métricas a lo largo del tiempo y a través de los ciclos del mercado, en relación con los criterios de suscripción de la empresa y el apetito de riesgo articulado, y compara las métricas con otras empresas similares de productos similares. Consistente con los estándares de calidad de activos de Fitch para bancos, los puntos de referencia de calidad de activos de Fitch para compañías de financiamiento y de arrendamiento con un alto uso de balance se derivan al combinar el entorno operativo de la entidad con el valor de la métrica financiera. Esto refleja la expectativa de Fitch de que el entorno operativo representará una proporción significativa de las diferencias de métricas entre países y regiones debido a las diferencias en los perfiles de riesgo financiero que surgen directamente de los entornos en los que operan las entidades (consulte la Sección II.1, Evaluación del Entorno Operativo). El nivel por entorno operativo no se aplica a otras métricas o subsectores de instituciones financieras no bancarias, dado que la calidad de los activos no es una consideración analítica primaria para ciertos subsectores (como los administradores de inversiones, donde el desempeño del activo es más relevante) o las diferencias del entorno operativo no son presentes (como para los BDC, que operan en un solo entorno operativo).
Perfil del Cliente	Complementario	Para emisores dedicados al segmento de consumo, Fitch puede revisar datos sobre la cartera de créditos, como el balance promedio por cuenta y rendimiento promedio, así como variaciones respecto a la media. Esto también puede involucrar datos demográficos sobre la cartera subyacente o una calificación crediticia interna o externa. Para financieras comerciales y arrendadores, Fitch puede revisar los tipos de negocios o equipo financiado, el préstamo a valor (<i>loan to value – LTV</i>), así como cualesquiera calificaciones crediticias internas o listas de vigilancia con respecto a los arrendatarios. Para las empresas de renta, la calidad del arrendatario puede ser menos relevante según la duración del contrato de renta y el tipo de equipo que se renta.
Administración, Cobranza y Desplazamiento	Complementario	Fitch considera que una plataforma robusta de administración y cobranza es una parte integral de la calidad de activo, ya que puede tener una influencia significativa sobre la experiencia de deterioro/morosidad y castigos. Por ejemplo, Fitch considera que las estrategias de cobranza de un emisor para cuentas deterioradas/morosas y la posibilidad de mejorar las <i>roll-rates</i> . Para compañías arrendadoras, Fitch también considera la capacidad de un emisor de re-poseer y desplazar una garantía de una manera económica y eficiente. Fitch considera la flexibilidad del emisor con respecto a los canales de desplazamiento y busca evaluar la capacidad de un emisor para rápidamente disponer de o renovar la flota en respuesta a condiciones cambiantes de mercado. Los ingresos por venta de garantías se consideran a lo largo del tiempo en relación con los valores residuales para evaluar la efectividad de las políticas de depreciación de una empresa de arrendamiento.
Estacionalidad e Impactos de Crecimiento	Complementario	Debido a que la calidad de los activos puede verse distorsionada por el crecimiento, cuando sea posible, Fitch puede realizar el análisis en forma de pool estático para medir la calidad de los activos de diferentes cosechas. El análisis de pool estático o cosechas puede proporcionar una advertencia temprana de problemas, como el deterioro rápido de la calidad de los activos, obligando a castigos acelerados, lo que podría resaltar un relajamiento de las políticas de originación. Fitch reconoce que la estacionalidad puede jugar un papel distorsionador de la calidad de los activos y, para complementar el análisis de pool estáticos, Fitch puede analizar otras métricas de calidad de activos ajustadas por el crecimiento, considerando las relaciones de deterioro / morosidad y de castigos netos en base actual y rezagada. Además, la contracción de la cartera también puede sesgar las métricas de crédito actuales y rezagadas, por lo que, en estos casos, Fitch también realizará un seguimiento del cambio relativo absoluto en la cartera vencida/morosidad de la cartera y las pérdidas de un período a otro.
Específicos del Modelo de Negocio	Complementario	Las principales métricas de calidad de los activos para las empresas de financiamiento y arrendamiento son menos relevantes para los compradores de deudas, cuyos activos suelen estar deteriorados, pero se adquieren con un descuento significativo. En cambio, Fitch se enfocará en la estabilidad y resiliencia de la generación de flujo de efectivo de las carteras adquiridas en relación con su precio de compra. Fitch también revisará las medidas de la industria tales como los múltiplos brutos de efectivo en efectivo (<i>gross cash on cash</i>), el efectivo neto en múltiplos de efectivo (neto de los costos de cobranza) y el precio pagado/valor nominal de los activos comprados, cuando estén disponibles.

^a Cuando se presente bajo la NIIF 9, la cartera deteriorada/vencida serán los préstamos clasificados como en Etapa 3. Fuente: Fitch Ratings.

Puntos de referencia Calidad de Activos por Entorno Operativo — Compañías de Financiamiento y de Arrendamiento

(%)	Indicador de Cartera Vencida/NPL ^a	Categoría de Calificación				
		aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Calificación de entorno operativo	aa y Mayor	x≤1	1<x≤3	3<x≤6	6<x≤14	x>14
	a	x≤0.25	0.25<x≤2	2<x≤5	5<x≤12	x>12
	bbb		X≤0.5	0.5<x≤4	4<x≤10	x>10
	bb			x≤0.75	0.75<x≤5	x>5
	b y Menor				x≤1	x>1

^a Para países y/o clases de activos donde el marco de cartera vencida y NPL no es utilizado, los índices de morosidad (usualmente 30 días) pueden usarse como sustituto. Nota: Fitch puede excluir o normalizar un punto de datos trimestrales si se cree que está indebidamente influenciado por la estacionalidad en lugar de reflejar una tendencia de calidad de activos a más largo plazo. Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Calidad de Activos — Compañías de Financiamiento y de Arrendamiento

Métrica	Fundamental Contra Complementario
Índice de Cartera Vencida y de Incumplimiento (NPL)	Fundamental
Reservas para pérdidas crediticias/préstamos vencidos	Complementario
Préstamos vencidos menos reservas para pérdidas crediticias/Capital Base según Fitch	Complementario
Castigos netos / préstamos promedio	Complementario
Ganancias en valor residuales (pérdidas)/ valor contable de los activos	Complementario

Nota: Fitch puede excluir o normalizar un punto de datos trimestrales si se cree que está indebidamente influenciado por la estacionalidad en lugar de reflejar una tendencia de calidad de activos a más largo plazo. Para compañías de arrendamiento, la calidad de activos se calcula como impagos en activos arrendados/total de activos arrendados.
Fuente: Fitch Ratings.

Ganancias y Rentabilidad — Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Utilidad antes de impuestos/ Activos promedio	Fundamental (Para Compañías de Financiamiento y Arrendamiento con alto uso del balance)	Para las compañías financieras y de arrendamiento con un alto uso del balance general, Fitch se enfoca principalmente en los rendimientos de la cartera, el rendimiento de los activos y el rendimiento del capital, que son más fácilmente comparables en el universo bancario y no bancario. Fitch también considerará los márgenes ajustados por riesgo, que miden el nivel de rentabilidad por el riesgo asumido, ya que deduce el gasto por provisión y el gasto por intereses de los ingresos operativos netos totales. Una revisión de la calidad de las ganancias refleja principalmente una evaluación de las ganancias recurrentes basadas en efectivo, principalmente los intereses netos y los ingresos por arrendamiento y comisiones, en oposición a las ganancias/pérdidas no recurrentes, las ganancias distintas a efectivo o las ganancias de mercado (<i>mark to market</i>) en derivados o inversiones.
EBITDA ajustado/ ingresos	Fundamental (Para Compañías de Financiamiento y Arrendamiento de bajo uso del balance)	Para las compañías financieras y de arrendamiento con bajo uso de balance, Fitch pone énfasis en el análisis del margen de EBITDA ajustado. En la medida en que una buena parte del ingreso proviene de fuentes de comisiones, como es el caso de las compañías financieras y de arrendamiento donde el plazo promedio de arrendamiento es relativamente corto, como compañías de renta de autos y pequeños arrendadores de bajos montos, y para compañías con generación probada de efectivo estable y / o ganancias significativas fuera de balance, tales como compradores de deudas, el análisis de las ganancias y la rentabilidad de Fitch generalmente se enfoca en análisis y medición de flujo de efectivo. Fitch puede realizar ajustes en su cálculo de EBITDA para excluir los gastos de depreciación si se considera que es un gasto operativo recurrente y no se espera un cambio significativo en los niveles de los activos arrendados. Sin embargo, en ese caso, Fitch buscaría volver a agregar el producto de la venta de activos arrendados a su cálculo del flujo de efectivo, ya que probablemente se considere una fuente importante de pago de la deuda.
Gastos Operativos	Complementario	Fitch también analiza los gastos operativos relativos a los ingresos, préstamos o arrendamientos, incluida la mezcla de costos variables y fijos. Fitch reconoce que las compañías financieras y de arrendamiento pueden tener estructuras de costos muy diferentes. Por ejemplo, una compañía con una huella global, como un arrendador de aeronaves, es probable que tenga un nivel más alto de gastos de operación en comparación con uno que dependa en funciones centralizadas, pero esto puede ser compensado por otros factores tales como menores pérdidas crediticias o mayores rendimientos de activos.
Depreciación y elementos no monetarios	Complementario	Los gastos de depreciación suelen ser un elemento importante no monetario para las empresas de arrendamiento, y Fitch lo considera un costo importante, ya que estas empresas normalmente necesitan reemplazar continuamente el equipo involucrado en arrendamientos operativos y mantenerse dentro de ciertos parámetros de antigüedad. En la medida en que un emisor reporte una cantidad importante de ingresos que no sean en efectivo, Fitch puede solicitar una conciliación de las ganancias reportadas con los flujos de efectivo operativos. Fitch considera que los montos importantes que no son en efectivo disminuyen la calidad de las ganancias.
Tratamiento de bursatilizaciones	Complementario	En la medida en que una empresa de financiamiento y arrendamiento bursatilice cuentas por cobrar y las retire de su balance general o administre activos que no estén en su balance general, Fitch se enfoca en medidas administradas de rentabilidad, que consideran ganancias y gastos reportados en relación con la cartera administrada de préstamos o arrendamientos. Esto proporciona una imagen más clara de la rentabilidad subyacente del libro de negocios, ya que un emisor generalmente gana una comisión por la administración de los activos en el vehículo de bursatilización.

Fuente: Fitch Ratings.

Puntos de Referencia para Ganancias y Rentabilidad — Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Utilidad antes de impuestos/activos promedio(%) ^a	x>4	3<x≤4	2<x≤3	1<x≤2	x≤1
EBITDA ajustado/Ingresos (%) ^b	x>25	20<x≤25	15<x≤20	10<x≤15	x≤10

^aPara compañías de financiamiento y arrendamiento con alto uso del balance. ^bPara compañías de financiamiento y arrendamiento con bajo uso del balance.
Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Ganancias y Rentabilidad — Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Alto Uso de Balance		Fundamental	Contra	Complementario
Utilidad antes de impuestos/activos promedio		Fundamental		
Utilidad antes de impuestos/capital promedio		Complementario		
Ganancias por valor residual (pérdidas)/utilidad antes de impuestos		Complementario		
Gastos de operación/ingresos totales netos		Complementario		
Gastos por depreciación/ingresos totales		Complementario		
Bajo Uso de Balance		Fundamental	Contra	Complementario
EBITDA ajustado/Ingresos		Fundamental		
Utilidad antes de impuestos/ingresos		Complementario		

Fuente: Fitch Ratings.

Capitalización y Apalancamiento — Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Deuda/ Capital tangible	Fundamental (Para empresas de Financiamiento y Arrendamiento con alto uso del balance)	La evaluación que hace Fitch de las métricas de capitalización y apalancamiento de una compañía de financiamiento y de arrendamiento se enfoca principalmente en medidas tradicionales de apalancamiento, tales como deuda a capital tangible y deuda a Capital Base según Fitch para compañías financieras y de arrendamiento con alto uso del balance.
Deuda/ EBITDA Ajustado	Fundamental (Para empresas de Financiamiento y Arrendamiento con bajo uso del balance)	La evaluación de Fitch de las métricas de capitalización y apalancamiento de una compañía de financiamiento y arrendamiento se enfoca principalmente en la deuda/EBITDA ajustado para compañías financieras y de arrendamiento con bajo uso de balance y para compañías con generación de efectivo basada en activos probada estable y/o ganancias significativas fuera de balance, tales como compradores de deudas.
Específicos del modelo de negocio	Complementario	Para compañías arrendadoras con arrendamientos de mayor plazo o riesgo relevante de valor residual, como arrendadores de equipo grande, el enfoque principal de capitalización y apalancamiento está en métricas de balance como deuda a capital. Para las compañías de arrendamiento cuando el plazo promedio de arrendamiento sea relativamente menor, como las compañías de arrendamiento de carros y arrendadores de montos (tickets) pequeños, y para compañías con generación probada y estable de efectivo basado en activos y/o ingresos fuera de balance significativos como los compradores de deuda, el análisis de Fitch de apalancamiento y capitalización puede tomar un enfoque corporativo, en el que el enfoque es en la cobertura de flujo de efectivo y el cumplimiento de deuda. Fitch usa EBITDA ajustado como un aproximado para flujo de efectivo. Para compradores de deuda, Fitch también evaluará la deuda bruta/cobranza remanente estimada, cuando esté disponible.
Doble apalancamiento	Complementario	Cuando es relevante, Fitch también considera el doble apalancamiento, definido como inversiones de capital en subsidiarias más los intangibles de la controladora divididos por el capital, lo que refleja que la deuda emitida a nivel de la matriz ha sido entregada (bajada) como capital en subsidiarias. Mientras que un monto pequeño de doble apalancamiento puede ser esperado, a Fitch le preocupa cuando el doble apalancamiento es alto (por ejemplo, por encima del 120% del capital común de una compañía matriz) en forma sostenida, a menos que esté mitigado por otros medios (por ejemplo un convenio de soporte de liquidez de la subsidiaria). Un alto grado de doble apalancamiento puede resultar en diferenciales mayores de calificación entre una compañía matriz y sus subsidiarias, particularmente si existen subsidiarias reguladas involucradas, ya que los dividendos de estas entidades pueden ser restringidos. Cuando es posible, Fitch revisará la capacidad de pago de dividendos de la subsidiaria regulada en relación a los costos fijos y dividendos de la compañía controladora.

Fuente: Fitch Ratings.

Puntos de Referencia para Compañías de Financiamiento y Arrendamiento - Capitalización y Apalancamiento

	aa y Mayor	a	bbb	bb	b y Menor
Deuda/capital tangible (x) ^a	x<1.0	1.0≤x<3.0	3.0≤x<5.0	5.0≤x<7.0	x≥7.0
Deuda/EBITDA ajustado (x) ^b	x<0.5	0.5≤x<1.5	1.5≤x<2.5	2.5≤x<3.5	x≥3.5

^aPara las empresas de financiamiento y arrendamiento de alto uso de balance. ^bPara compañías de financiamiento y arrendamiento de bajo uso de balance.

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Capitalización y Apalancamiento — Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Alto Uso de Balance		Fundamental	Contra	Complementario
Deuda/capital tangible		Fundamental		
Deuda/Capital Base según Fitch		Complementario		
Capital Base según Fitch/activos tangibles		Complementario		
(Utilidad neta – dividendos – recompra de acciones)/capital inicial		Complementario		
Capital Base según Fitch/activos ponderados por riesgo		Complementario		
Bajo Uso de Balance		Fundamental	Contra	Complementario
Deuda/EBITDA ajustado		Fundamental		

Fuente: Fitch Ratings.

Compañías de Financiamiento y Arrendamiento - Fondo, Liquidez y Cobertura

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Deuda no garantizada/ deuda total	Fundamental (Para empresas de financiamiento y arrendamiento con alto uso del balance)	Fitch considera que una dependencia excesiva de fuentes de financiamiento garantizado como bursatilizaciones respaldadas por activos, acuerdos de recompra (repos), bonos cubiertos o préstamos bancarios garantizados puede limitar la evaluación del financiamiento, la liquidez y de cobertura de una empresa de financiamiento y arrendamiento, ya que una alta proporción de activos gravados reducirá la flexibilidad financieras. Al evaluar la protección de los acreedores, cuando hay información disponible, Fitch se enfocará en la deuda no garantizada como un porcentaje de la deuda total y, por extensión, los activos no gravados en relación con la deuda no asegurada. Esto abarca no solo el monto, sino también la calidad relativa de los activos que respaldan las obligaciones de deuda no garantizada. Fitch típicamente estresa el valor de los activos mediante la aplicación de recortes (descuentos o <i>haircuts</i>), dependiendo del riesgo de la clase de activos. Al considerar los activos no gravados, Fitch también realiza ajustes basados en la prelación de los gravámenes que pueden existir en los contratos de financiación y en los activos cedidos.
EBITDA Ajustado /Gasto por Intereses	Fundamental (Para empresas de financiamiento y arrendamiento con bajo uso del balance)	Para las compañías financieras y de arrendamiento con bajo uso de balance, Fitch evalúa el financiamiento, la liquidez y la cobertura, principalmente sobre la base de la cobertura de intereses más que el financiamiento o la liquidez. Para las compañías de arrendamiento donde el plazo promedio de arrendamiento es relativamente corto, como compañías de renta de autos y arrendadores de montos (tickets) pequeños, y para compañías con generación probada de efectivo estable basada en activos y/o ganancias significativas no relacionadas con el balance general, tales como compradores de deudas, el análisis de Fitch de fondeo, liquidez y cobertura generalmente se enfoca en las métricas de flujo de efectivo. Para las compañías financieras y de arrendamiento que pagan dividendos preferentes, Fitch también calcularía la cobertura de EBITDA tanto del gasto por intereses como de los dividendos preferentes.
Dependencia de fondeo de corto plazo	Complementario	Fitch entiende que los emisores pueden estar motivados para financiarse a sí mismos con deudas a corto plazo, ya que a menudo es menos costoso; sin embargo, Fitch opina que una dependencia excesiva en el financiamiento a corto plazo puede ser muy problemática, especialmente en tiempos de menor liquidez en el mercado. Al pensar en el financiamiento a corto plazo, Fitch se enfoca en los vencimientos de los activos. Por ejemplo, un emisor con activos muy a corto plazo (tarjeta de crédito, cuentas por cobrar de factoraje, préstamos de plan piso automotriz o ciertos préstamos de consumo) puede ser más capaz de depender en el flujo de efectivo de los activos para respaldar un componente razonable de financiamiento a corto plazo que un emisor con activos a largo plazo, como hipotecas, préstamos estudiantiles o aviones. No obstante, incluso cuando los vencimientos de los activos son a muy corto plazo, debe existir un nivel de financiamiento a más largo plazo para financiar el libro de negocios.
Fondeo Contingente	Complementario	Deben establecerse planes de contingencia sólidos para cubrir el potencial de que los activos a corto plazo financiados con deuda a corto plazo no produzcan los niveles esperados de flujo de efectivo en todas las fases de un negocio o ciclo del producto. Esto incluiría la cobertura para la extensión potencial de los períodos de espera para los activos que se espera vender y que estén financiados por la deuda a corto plazo. El fondeo contingente debe ser razonablemente accesible durante tiempos de menor liquidez financiera y no debe depender de un emisor para mantener el cumplimiento de un <i>covenant</i> . Fitch esperaría que las compañías de financiamiento y arrendamiento con grado de inversión puedan demostrar planes de contingencia que permitan a la entidad sortear una interrupción prolongada en la liquidez y financiamiento de los mercados. Esto puede demostrarse mediante la capacidad de financiar operaciones básicas durante un período de 12 meses mediante la generación de flujo de efectivo y de líneas de financiación comprometidas de entidades calificadas adecuadamente, pero excluyendo el acceso a mercados de deuda pública no garantizadas si esa es la principal fuente de financiación en períodos normales de mercado. Además, Fitch puede evaluar los escenarios de liquidación de una empresa para comprender cómo los activos pueden liquidarse eficaz y eficientemente para cubrir los costos, incluido el servicio de la deuda, de manera oportuna.
Libros de Órdenes	Complementario	Los planes contingentes de financiación adquieren una importancia adicional para las empresas de arrendamiento con grandes libros de órdenes, sobre todo teniendo en cuenta que estas obligaciones deben financiarse a través de una variedad de entornos económicos. Los libros de pedidos son más frecuentes en los sectores de aviones, ferrocarriles y arrendamiento de contenedores, y representan compromisos para comprar activos de los fabricantes, en algunos casos, años antes de que sean arrendados. La existencia de financiamiento comprometido, como líneas de almacenamiento, ayuda a mitigar parte de este riesgo; sin embargo, el vencimiento de las líneas puede ser anterior a las entregas de los órdenes, lo que puede generar un riesgo de refinanciamiento. Fitch considera el tamaño de un libro de pedidos de un arrendador en relación con el tamaño de su balance general, la flota existente, las capacidades operativas y de mercadeo, el nivel en el que arrendamientos comprometidos existen en el momento del pedido, así como su historial de captación de capital. Sin embargo, la existencia de libros de pedidos significativos, especialmente si son <i>long-tailed</i> (de cola larga), puede ser una restricción de calificación.
Calidad y Diversificación de Fondeo	Complementario	Fitch considera que la diversidad de fuentes de financiamiento, en términos de mercados, inversores y geografía, así como la estabilidad del fondeo, es positiva o para la evaluación de financiamiento, liquidez y cobertura. Fitch analiza la porción de líneas de crédito comprometidas versus no comprometidas, la composición de los proveedores de crédito y la frecuencia con la que se utilizan las líneas. Fitch analiza la duración de las relaciones, así como otros flujos de negocio (como administración de efectivo o suscripción de valores) que una compañía de financiamiento y arrendamiento mantiene con sus proveedores de crédito, ya que esto puede tener un impacto significativo en si los prestamistas acomodan al emisor durante períodos de contracción financiera. Fitch solo puede tener en cuenta la liquidez disponible de las líneas de crédito de respaldo de bancos altamente calificados y/o bancos con una calificación igual o superior a la del emisor.
Tratamiento de bursatilizaciones	Complementario	Cuando hay una porción significativa de bursatilizaciones, Fitch puede comparar la calidad de las cuentas por cobrar bursatilizadas con las que quedan libres de gravámenes para garantizar que no haya ocurrido una "elección selectiva" o una selección adversa. Fitch cree que las cuentas por cobrar bursatilizadas deben reflejar una muestra representativa de los préstamos o arrendamientos originados. Como resultado, las estrategias que dependen de vender los créditos más débiles o más fuertes pueden afectar negativamente la evaluación de financiamiento, liquidez y cobertura. Además, Fitch cree que una compañía de financiamiento y arrendamiento debería ser capaz de demostrar liquidez en todos los tipos de activos que origina. Por ejemplo, si un emisor no puede demostrar la liquidez del mercado secundario para una clase de activo en particular, Fitch puede ver como adecuado el tener capital adicional y / o liquidez para respaldar ese activo en particular. Además, Fitch puede tener en cuenta una mayor probabilidad de soporte voluntario para las obligaciones sin recurso para las compañías de financiamiento y arrendamiento que dependen demasiado de la bursatilización como fuente de financiamiento. El apoyo voluntario podría surgir como un medio para que el emisor limite el daño a la reputación y la pérdida potencial de acceso al mercado a esta fuente de financiamiento en caso de bajo desempeño.
Cumplimiento de <i>Covenants</i>	Complementario	Fitch puede considerar los <i>covenants</i> en los contratos de crédito para comprender las características y seguridad del <i>covenant</i> , ya que pueden influir en la capacidad de una empresa de financiamiento y arrendamiento para realizar sus negocios. Aunque los incumplimientos técnicos, como una violación de un <i>covenant</i> financiero, a menudo pueden no aplicarse (<i>waive</i>), esto generalmente tiene un costo considerable. Por lo tanto, una violación de un <i>covenant</i> puede afectar negativamente la evaluación de financiamiento, liquidez y cobertura de Fitch si se considera como un indicador de un cambio importante en el perfil de riesgo o la flexibilidad financiera de la entidad.

Compañías de Financiamiento y Arrendamiento - Fondeo, Liquidez y Cobertura (continuación)

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Distribuciones (Pay-Out Ratio)	Complementario	Muchas compañías financieras y de arrendamiento distribuyen parte de las ganancias, ya sea a una empresa matriz o a accionistas públicos/privados, lo que es un uso de efectivo. Para las razones de pago de dividendos, Fitch se enfoca en medidas combinadas, que incluyen tanto dividendos como recompras de acciones netas, con el fin de evaluar el impacto en la liquidez.
Específicos de REIT Hipotecarios	Complementario	Fitch típicamente considera que los REIT hipotecarios tienen posiciones de liquidez más débiles que las compañías financieras similares que no han elegido el estado REIT, ya que los REIT tienen una flexibilidad de retención de capital más débil. Sin embargo, los REIT que abordan las distribuciones de dividendos requeridas a través de la emisión de nuevas acciones en oposición a los pagos de dividendos en efectivo pueden tener una liquidez más fuerte que los REIT que pagan la mayoría de las utilidades gravables como dividendos en efectivo a los accionistas. Conforme a las pautas establecidas por la Asociación Nacional de Fideicomisos de Inversión Inmobiliaria, los fondos de operaciones (FFO) para los REIT hipotecarios se definen como utilidad neta excluyendo ganancias (o pérdidas) de ventas de propiedades, más depreciación y amortización, más ajustes para asociaciones no consolidadas y <i>joint ventures</i> . Fitch compara los dividendos pagados a los accionistas con FFO para los REIT hipotecarios. Los ajustes para asociaciones no consolidadas y empresas conjuntas (<i>joint ventures</i>) se calcularán para reflejar FFO sobre la misma base. Fitch resta los gastos de capital y excluye los elementos no monetarios incluidos en FFO para llegar a los fondos ajustados de las operaciones (AFFO) para los REIT hipotecarios y compara los dividendos pagados a los accionistas con AFFO. Aunque FFO y AFFO son medidas de gasto después de intereses, estas medidas son relevantes para los tenedores de bonos y los accionistas preferentes. A saber, si las razones de pago de FFO o AFFO son cercanos o superiores al 100%, indican que el REIT no retiene el flujo de efectivo para liquidez futura para cumplir con sus obligaciones fijas y está accediendo a otras formas de flujo de efectivo para pagar sus dividendos, lo que Fitch considera negativo.

Fuente: Fitch Ratings.

Puntos de Referencia para Compañías de Financiamiento y Arrendamiento - Fondeo, Liquidez y Cobertura

	aa y Mayor	a	bbb	bb	b y Menor
Deuda no garantizada/deuda Total (%) ^a	x>90	50<x≤90	35<x≤50	x≤35	x = 0
EBITDA ajustado/gasto por intereses (x) ^b	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3

^aPara compañías con alto uso del balance financiero. ^bPara compañías con bajo uso del balance financiero

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Fondeo, Liquidez y Cobertura - Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Alto Uso de Balance	Fundamental Contra Complementario
deuda no garantizada/deuda total	Fundamental
deuda corto plazo/deuda total	Complementario
EBITDA ajustado/gasto por Interés	Complementario
Activos no grabados/deuda no garantizada	Complementario
Dividendos/utilidad neta	Complementario

Bajo Uso de Balance	Fundamental Contra Complementario
EBITDA ajustado/gasto por interés	Fundamental

Fuente: Fitch Ratings.

Perfil Financiero — Compañías de Financiamiento y de Arrendamiento

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y más bajas
Calidad de Activos	Tiene un grado incomparable de estabilidad como se refleja en los niveles muy bajos de activos deteriorados y/o pérdidas mínimas a través de los ciclos económicos y/o de tasa de interés. Las medidas de calidad de activo son consistentemente mejores que en instituciones comparables. Los riesgos de concentración son muy bajos o mitigados efectivamente.	Tiene un grado muy alto de estabilidad como es reflejado en los niveles bajos de activos deteriorados y/o pérdidas bajas a través de múltiples ciclos económicos y/o de tasa de interés. Las medidas de calidad de activos son mejores que en instituciones comparables. Los riesgos de concentración son bajos o efectivamente mitigados.	Tiene un alto grado de estabilidad como puede ser reflejado en niveles modestos de activos deteriorados y/o pérdidas. La calidad de activos es moderadamente variable a través de los ciclos económicos o de tasa de interés. Las medidas de calidad de activos son probablemente modestamente mejores que en instituciones pares o menos vulnerables a ciclos económicos y/o tasa de interés. Los riesgos de concentración pueden ser modestamente mejores que los pares.	Tiene un grado de estabilidad como puede ser reflejado en niveles promedio de activos deteriorados y/o pérdidas. Las medidas de calidad de activos probablemente fluctúan a través de los ciclos económicos y/o de tasa de interés. Las medidas de riesgo de concentración y/o calidad de activos están generalmente en línea con los promedios de la industria en general.	Tiene niveles por encima del promedio de activos deteriorados y pérdidas. Las medidas de calidad de activo son probablemente más volátiles en vista de los cambios en los ciclos económicos y/o de tasa de interés y generalmente peores o más vulnerables que los promedios la industria en general. Los riesgos de concentración pueden estar por encima del promedio.	Tienen una calidad de activos, activos deteriorados y pérdidas altamente variables o pobres. Las medidas de calidad de activos son probablemente muy volátiles basadas en cambios en los ciclos económicos y/o de tasa de interés y generalmente significativamente peores o más vulnerables que los promedios de la industria en general. Los riesgos de concentración pueden ser muy altos.	Tiene o es probable que tengan medidas de calidad de activos que son considerablemente más débiles que los puntos de referencia de la industria o normas históricas.
Ganancias y Rentabilidad	Las ganancias y rentabilidad son altamente predecibles a través de los ciclos económicos y/o de tasa de interés. Las medidas de rentabilidad son consistentemente conmensuradas con la aversión al riesgo.	Las ganancias y rentabilidad son muy predecibles en múltiples ciclos económicos y de tasa de interés. Las medidas de rentabilidad son conmensuradas con el riesgo muy bajo pero pueden variar modestamente, aunque permanecen generalmente superiores a las instituciones comparables.	Las ganancias y rentabilidad son moderadamente variables en ciclos económicos y/o de tasa de interés. Las medidas de rentabilidad son conmensuradas con el riesgo bajo, pero sujetas a variabilidad. La rentabilidad es generalmente mejor que los promedios de la industria.	Las ganancias y rentabilidad pueden ser variables en ciclos económicos y/o de tasas de interés. Las medidas de rentabilidad reflejan el riesgo inherente o un ambiente altamente competitivo y pueden estar sujetas a una mayor variabilidad. La rentabilidad es promedio relativo a los promedios de la industria en general.	Las ganancias y rentabilidad pueden ser altamente variables en ciclos económicos y/o de tasa de interés. Las medidas de rentabilidad pueden no reflejar totalmente el riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está por debajo del promedio relativo a los promedios de la industria en general.	Las ganancias y rentabilidad son volátiles y altamente correlacionadas con los ciclos económicos y/o de tasa de interés. Las medidas de rentabilidad pueden no reflejar totalmente el riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está muy por debajo del promedio relativo a los promedios de la industria en general.	Puede ser estructuralmente no rentable sobre una base reportada u operativa. El regreso a punto de equilibrio o a rentabilidad sostenible es altamente incierto.

Perfil Financiero — Compañías Financieras y de Arrendamiento (continuación)

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y más bajas
Capitalización y Apalancamiento	La capitalización es extremadamente fuerte y conmensurada con el riesgo. Los objetivos de capital y apalancamiento incorporan la capacidad de resistir shocks severos de calidad de activos y de valor de mercado.	La capitalización es fuerte y conmensurada con riesgo. Los objetivos de capital y apalancamiento incorporan la capacidad de resistir shocks significativos de calidad de activos y de valor de mercado.	Los niveles de capitalización son ampliamente conmensurados con el riesgo. Los niveles de capital y apalancamiento pueden ser relativamente más volátiles, pero probablemente sólo modestamente afectados por shocks severos de calidad de activos y de valor de mercado.	Los niveles de capital pueden no ser totalmente conmensurados con el riesgo. Los niveles de capital y apalancamiento pueden ser más vulnerables a shocks severos de calidad de activos y valor de mercado.	Los niveles de capital pueden no ser totalmente conmensurados con el riesgo. El capital y apalancamiento pueden resistir shocks de calidad de activos y de valor de mercado.	Los niveles de capital no son conmensurados con el riesgo. Los niveles de capital y apalancamiento pueden estar muy por debajo de instituciones pares y ser altamente vulnerables a los shocks de calidad de activos y valor de mercado.	La capitalización y apalancamiento tienen claras deficiencias que han requerido o pueden requerir inyecciones de capital.
Fondeo, Liquidez y Cobertura	El fondeo y liquidez son excepcionalmente estables. Mínima dependencia de financiamiento al por mayor. El financiamiento no es sensible a la confianza. Las fuentes de financiamiento son altamente diversas. La duración del financiamiento excede significativamente el vencimiento promedio de activos de cartera. El financiamiento está totalmente no garantizado, apoyado por un grupo extremadamente robusto de activos no gravados. Existen planes de fondeo de contingencia extremadamente robustos.	El fondeo y liquidez son muy estables. Dependencia mínima de corto plazo. El financiamiento al por mayor es predominantemente de largo plazo con apetito establecido de los inversionistas. El financiamiento es relativamente menos sensible a la confianza. Las fuentes de financiamiento son muy diversas. La duración de financiamiento excede el promedio de los activos en el portafolio. El financiamiento es totalmente no garantizado, apoyado por un grupo muy robusto de activos no gravados. Existen planes de fondeo de contingencia muy robustos.	El fondeo y liquidez son estables. El fondeo al por mayor es predominantemente de largo plazo. El financiamiento puede ser modestamente sensible a la confianza. Las fuentes de financiamiento son relativamente diversas. La duración del financiamiento es conmensurada con el promedio del portafolio de activos. El fondeo es en gran medida no garantizado, apoyado por un grupo robusto de activos no gravados. Existen planes robustos de contingencia de fondeo.	El fondeo y liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones moderadas de financiamiento. Dependencia en fuentes de financiamiento al por mayor menos estables. El financiamiento es sensible a la confianza. La duración del financiamiento es conmensurada con el promedio de los activos del portafolio. Componente significativo de fondeo no garantizado apoyado por un grupo modesto de activos no gravados. Existen planes razonables de contingencia de fondeo.	El fondeo y liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones de financiamiento. Dependencia significativa sobre fuentes de financiamiento al por mayor menos estables. El acceso a financiamiento puede ser incierto durante periodos de estrés de mercado. La duración de financiamiento puede no ser conmensurado con el vencimiento promedio de los activos del portafolio. Fondeo significativo garantizado, con algún gravamen de activos de balance. Los planes de contingencia de fondeo pueden no ser suficientes.	El fondeo y liquidez son menos estables y pueden ser propensos a cambios súbitos en sentimiento del acreedor. El acceso a financiamiento durante periodos de estrés de mercado es muy incierto. La duración del financiamiento no es conmensurada con el vencimiento promedio de los activos del portafolio. Fondeo altamente garantizado con gravamen significativo de los activos de balance. Los planes de contingencia de fondeo pueden no ser buenos.	El fondeo y liquidez son inestables. La duración de financiamiento es de muy corto plazo. Fondeo totalmente garantizado y balance totalmente gravado. No existen planes contingentes de financiamiento.

Fuente. Fitch Ratings

II.5.e Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

La evaluación del perfil financiero de Fitch para las FMI considera los siguientes subfactores:

- capitalización y apalancamiento;
- fondeo, liquidez y cobertura;
- ganancias y rentabilidad;
- exposición a riesgo de contraparte.

Características Típicas y Consideraciones Analíticas del Subsector FMI

	Bolsas	Cámaras de Compensación	CSD Sin Licencia Bancaria	CSD Con Licencia Bancaria
Actividades Principales	Operar en el mercado para comprar/vender instrumentos financieros listados, para difundir información de transacciones proporcionar datos del mercado.	Compensa y liquida las transacciones ejecutadas en una bolsa, realiza comparación de transacciones, actúa como agente, principal o garante en transacciones liquidadas.	Liquida transacciones, proporciona protección/custodia de valores, actúa como agente de pago y transferencias, brinda servicios de registro.	Además de actividades similares a los CSD sin licencia bancaria, también toma depósitos y proporciona líneas de crédito de sobregiro a los clientes.
Riesgos Principales	Operativo	Contraparte	Operativo	Operativo, Contraparte
Grado de Riesgo del Balance Financiero	Limitado	Limitado, separado de los fondos de garantía consolidados	Limitado	Presente, pero por lo regular bajo riesgo
Grado de Riesgo de Contraparte	Limitado	Sustancial	Limitado	Modesto
Métrica(s) principal(es) de Deuda/EBITDA capitalización y apalancamiento		Deuda/EBITDA, suplementados con suficiencia del fondo de garantía	Deuda/EBITDA	Capital Base según Fitch en relación con riesgos ponderados; indicadores regulatorios
Métrica(s) Principal(es) de Margen de EBITDA, Ganancias y Rentabilidad capex/ingresos		Margen de EBITDA, capex/ingresos	Margen de EBITDA, capex/ingresos	Gastos operativos en relación a comisiones
Principal Metodología Maestra de Calificación	Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias	Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias	Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias	Metodología de Calificación de Bancos

Fuente: Fitch Ratings.

Capitalización y Apalancamiento — Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Atributo	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Deuda Bruta/ EBITDA Ajustado	Fundamental	Fitch se enfoca principalmente en las métricas de apalancamiento de flujo de efectivo cuando se evalúan FMI debido al bajo uso del balance financiero de sus negocios. En estos casos, la amortización de la deuda probablemente esté en función del flujo de efectivo generado por el negocio, en lugar de la liquidación de la garantía o la monetización de los activos en el balance. Fitch define el apalancamiento del flujo de efectivo como deuda bruta en proporción al EBITDA ajustado. Fitch puede enfocarse en la deuda neta/EBITDA ajustado cuando el efectivo se reserva para servicio de deuda de corto plazo. Según se aplique, Fitch puede además evaluar la deuda de arrendamiento ajustada al EBITDAR para considerar los gastos de arrendamiento operativos sustanciales. Bajo este enfoque, Fitch ajusta la deuda bruta al sumar el valor actual neto de los pagos futuros de arrendamiento, o 8.0x el gasto corriente de arrendamiento y ajusta el EBITDA al sumar el gasto corriente de arrendamiento.
Deuda Bruta/ Capital Tangible	Complementario	Para cámaras de compensación, Fitch considera las métricas de apalancamiento del flujo de efectivo, especialmente en los casos en que una cámara de compensación no asume la propiedad legal de los depósitos de margen, pero también revisa las métricas de apalancamiento del balance financiero, el margen de garantía y las contribuciones del fondo de garantía en relación a la exposición de contraparte. Con respecto a las métricas de apalancamiento del balance financiero, Fitch considera principalmente la deuda bruta en proporción al capital tangible y la deuda bruta en proporción al Capital Base según Fitch. Como resultado de consolidación y fusiones y adquisiciones, una cantidad sustancial de crédito mercantil se registra en los balances financieros de muchas FMI, lo que Fitch excluye cuando calcula las métricas de apalancamiento del balance financiero.
Estructura de Capital y Gastos de Capital	Complementario	La evaluación de Fitch de la suficiencia de capital también tomará en consideración la estructura de capital y los requisitos regulatorios de las FMI, según aplique. Fitch también considera el flujo de efectivo libre en proporción a la deuda bruta, lo que proporciona una idea del monto de gastos de capital que los FMI están realizando para actualizar las plataformas tecnológicas.
Capital Fuera de la Cascada de Incumplimiento	Complementario	Como una cámara de compensación soporta todas las pérdidas que no están asociadas a un incumplimiento del miembro liquidador, Fitch también puede evaluar el capital disponible fuera de la cascada para administrar las posibles pérdidas fuera del mecanismo de compensación. Dichas pérdidas podrían incluir pérdidas en los márgenes de colateral o pérdidas/deterioros asociados con las adquisiciones.

Fuente: Fitch Ratings.

Puntos de Referencia para Capitalización y Apalancamiento – Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

	aa o Superior	a	bbb	bb	b o Inferior
Deuda bruta/EBITDA ajustado (x)	x<0.5	0.5≤x<2.0	2.0≤x<3.5	3.5≤x<5.5	x≥5.5

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Capitalización y Apalancamiento – Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Métrica	Fundamental	Contra	Complementario
Deuda Bruta/EBITDA	Fundamental		
Flujo de efectivo libre/deuda bruta		Complementario	
Deuda bruta/capital tangible		Complementario	
Deuda bruta/Capital Base según Fitch		Complementario	

Fuente: Fitch Ratings.

Fondeo, Liquidez y Cobertura — Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Atributos	Fundamental	Contra	Complementario	Descripción
EBITDA ajustado/gasto por interés	Fundamental			Fitch evalúa el fondeo, liquidez y cobertura, principalmente en base al interés cubierto, de las FMI. En casos que aplique, Fitch evalúa de forma adicional el EBITDAR ajustado por arrendamiento en proporción al gasto por interés para tomar en cuenta los gastos de arrendamiento operativos sustanciales.
Fuentes Contingentes de Fondeo		Complementario		Bajo condiciones normales de operación, una bolsa de valores o un CSD sin licencia bancaria tiene requerimientos de liquidez mínimos y depende principalmente de flujos de efectivo operativos para soportar los gastos de capital y vencimientos de corto plazo. Los requerimientos de liquidez pueden elevarse durante periodos de estrés, y por lo tanto Fitch considera las fuentes de fondeo contingente tales como líneas de crédito proporcionales a los gastos de capital y fines corporativos generales. Por otro lado, las cámaras de compensación tienen requerimientos de liquidez diferentes relacionados a las funciones de compensación y liquidación en el caso de una disrupción temporal en el mercado o si un miembro liquidador o banco custodio incumple. Por lo tanto, Fitch considera el monto de fondeo contingente disponible, incluyendo acceso a instituciones de crédito comprometidas, el tamaño de las líneas de crédito disponibles, para cuáles productos ofrecidos pueden usar las líneas, y el efectivo y valores de inversión no restringidos en el balance financiero.
Cumplimiento de Covenants		Complementario		Fitch revisará el cumplimiento de los covenants (financieros y negativos) en relación a las líneas de crédito y deuda. Es probable que el incumplimiento de los <i>covenants</i> de deuda influya negativamente en la evaluación de fondeo, liquidez y cobertura de Fitch, a menos que la evaluación ya refleje una alta probabilidad de incumplimiento.
Pagos de Dividendos y Recompra de Acciones		Complementario		Muchas FMI pagan alguna porción de ingresos, ya sea a una empresa matriz o a los accionistas públicos / privados, que es un uso de efectivo. Para las razones de <i>pay-out</i> , Fitch se enfoca en medidas combinadas, que incluyen tanto dividendos como recompras de acciones netas, con el fin de evaluar el impacto en la liquidez.
Específicos del Modelo de Negocio		Complementario		Ciertas cámaras de compensación toman la propiedad legal de los depósitos de margen. En tales casos, Fitch considerará el porcentaje de activos líquidos en relación con las salidas potenciales y el nivel histórico y la fluctuación de los depósitos de clientes al evaluar la liquidez de la cámara de compensación.

Fuente: Fitch Ratings.

Puntos de Referencia para Fondeo, Liquidez y Cobertura — Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
EBITDA ajustado/gasto de Interés (x)	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Fondeo, Liquidez y Cobertura — Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Métrica	Fundamental	Contra	Complementario
EBITDA Ajustado/Gastos por Interés	Fundamental		
Efectivo y valores negociables (inversiones) no restringidos / deuda a corto plazo		Complementario	

Fuente: Fitch Ratings.

Ganancias y Rentabilidad — Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
EBITDA Ajustado/ Ingresos Totales	Fundamental	Una medida clave de rentabilidad para las bolsas, cámaras de compensación y CSD sin licencias bancarias es el margen EBITDA ajustado, definido como el EBITDA ajustado dividido entre los ingresos totales. Fitch evalúa la confiabilidad y la variabilidad de estos márgenes a lo largo del tiempo para evaluar la sensibilidad a las condiciones del mercado.
Estabilidad y Diversificación de las Ganancias	Complementario	Para las FMI que no son propiedad de los miembros, Fitch evalúa la capacidad de generar ganancias a través de varios ciclos de mercado. Fitch considera si los ingresos dependen en gran medida de los volúmenes de transacción (ejecutados, compensados y / o liquidados), que son impulsados por las condiciones del mercado y observa las tendencias con un horizonte a más largo plazo. Fitch también evalúa las fuentes de ingresos no transaccionales, como los datos de mercado y los servicios de información, que pueden ayudar a diversificar y estabilizar el rendimiento en los ciclos del mercado. Fitch también evalúa las contribuciones de ingresos por producto y geografía, los ingresos por clase de activos en relación con el volumen (tasa por contrato), la volatilidad de los ingresos y la volatilidad del volumen. Los controles de costos, la flexibilidad y la variabilidad de los gastos y el desempeño en relación con los pares también son revisados por Fitch. Por último, para aquellas cámaras de compensación que asumen la propiedad legal de los depósitos de margen, Fitch también puede considerar en qué medida los ingresos netos por intereses contribuyen a la estabilidad y diversidad de las ganancias.
Capex (Gastos de Capital)	Complementario	Fitch considerará las tendencias en los gastos de capital como un porcentaje de la depreciación y la amortización para determinar el grado de reinversión en el negocio a través de ciclos. La magnitud no es necesariamente tan importante más bien si es positiva (lo que implica una mayor inversión en el negocio), neutral (implica reinversión equilibrada en el negocio) o negativa (lo que implica una inversión reducida en el negocio).
Específicos del Modelo de Negocio	Complementario	Al analizar la rentabilidad de las FMI, es necesario determinar si la entidad está operando como una entidad que maximiza las ganancias o no. Si no es una entidad que maximiza las ganancias (por ejemplo, es propiedad de los miembros), es probable que se centre en los controles de costos (manteniendo bajos costos de ejecución, compensación y/o liquidación) y resultados en punto de equilibrio. Los beneficios en exceso en forma de dividendos o reembolsos generalmente se devuelven a los propietarios-miembros. En estos casos, Fitch evaluará la capacidad de una FMI para limitar los pagos a sus miembros propietarios durante condiciones marcadas de estrés, lo que podría influir positivamente en los niveles asignados al factor de ganancias y rentabilidad.

Fuente: Fitch Ratings.

Métricas de Ganancias y Rentabilidad — Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Métrica	Fundamental Contra Complementario
EBITDA ajustado/ingresos totales	Fundamental
Calificación por contrato	Complementario
Capex/ingresos	Complementario
Capex/depreciación y amortización	Complementario

Fuente: Fitch Ratings.

Puntos de referencia de Ganancias y Rentabilidad — Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

(%)	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
EBITDA Ajustado/ingresos totales	x>50	30<x≤50	20<x≤30	10<x≤20	x≤10

Fuente: Fitch Ratings.

Exposición a Riesgo de Contraparte – Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Atributos	Fundamental Contra Complementario	Descripción
Concentración de Miembros	Fundamental	Con respecto a las cámaras de compensación, Fitch evalúa las concentraciones de los miembros liquidadores y los pasos que lleva a cabo la cámara de compensación para monitorear y minimizar la exposición a los miembros liquidadores individuales. Fitch revisa las contribuciones de los fondos de garantía por parte del miembro liquidador, las 10 principales exposiciones de contraparte, la cobertura de los fondos de garantía de las exposiciones más grandes de contraparte y los depósitos de margen (por clase de activos) en comparación con los respectivos volúmenes.
Límites y Remediación	Complementario	Fitch también revisa los límites de las cámaras de compensación para los miembros de compensación y los pasos que se toman cuando se incumplen los límites.

Fuente: Fitch Ratings.

Perfil Financiero — Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y menor
Capitalización y Apalancamiento	La Capitalización y Apalancamiento son extremadamente fuertes y en proporción con el riesgo. La Capitalización y Apalancamiento se mantienen con reservas muy significativamente superiores a los mínimos regulatorios o en comparación con instituciones pares. Las metas de capital y apalancamiento incorporan la capacidad de resistir shocks severos.	Capitalización y Apalancamiento son fuertes y en proporción al riesgo. La Capitalización y Apalancamiento se mantienen con reservas cómodamente superiores a los mínimos regulatorios o en comparación con instituciones pares. Las metas de capital y apalancamiento incorporan la capacidad de resistir shocks significativos.	Los niveles de Capitalización y Apalancamiento son acordes al riesgo. La Capitalización y Apalancamiento se mantienen con reservas sólidas frente a los mínimos regulatorios y generalmente por encima de las instituciones pares. Los niveles de Capital y Apalancamiento pueden ser relativamente más volátiles pero probablemente sólo se vea modestamente afectado por shocks en la calidad de activos y valor de mercado significativos.	Capitalización y Apalancamiento puede no estar completamente en proporción al riesgo. La Capitalización y Apalancamiento se mantienen con reservas satisfactorias respecto a los mínimos regulatorios y generalmente en línea con instituciones pares. Los niveles de Capital y Apalancamiento pueden ser más vulnerables a shocks significativos.	Capitalización y Apalancamiento no están completamente en proporción al riesgo. La Capitalización y Apalancamiento con reservas moderadas sobre los mínimos regulatorios y pueden estar por debajo de instituciones pares. El Apalancamiento son altamente vulnerables a shocks significativos pero pueden resistir shocks moderados.	Capitalización y Apalancamiento no están en proporción al riesgo. La Capitalización y el Apalancamiento son bajos, y las reservas sobre los mínimos regulatorios son bajas. Los niveles de Capital y Apalancamiento pueden estar muy por debajo de las instituciones pares y altamente vulnerables a los shocks.	La Capitalización y Apalancamiento tienen claras deficiencias que tienen o pueden requerir inyecciones de capital.
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Extremadamente fuertes flujos de efectivo operativo y niveles de liquidez en relación a los gastos de capital, requerimientos operativos y vencimientos de deuda a corto plazo. Líneas de crédito y fondeo contingente son más que suficientes para el modelo de negocios y los requerimientos de liquidez.	Muy fuertes flujos de efectivo operativo y niveles de liquidez en relación a los gastos de capital, requerimientos operativos y vencimientos de deuda a corto plazo. Líneas de crédito y fondeo contingente consistentes con el modelo de negocio y los requerimientos de liquidez.	Fuertes flujos de efectivo operativo y niveles de liquidez en relación a los gastos de capital, requerimientos operativos y vencimientos de deuda a corto plazo. Líneas de crédito y fondeo contingente consistente con el modelo de negocio y los requerimientos de liquidez.	Sólidos flujos de efectivo operativo y niveles de liquidez en relación a los gastos de capital, requerimientos operativos y vencimientos de deuda a corto plazo. Líneas de crédito y fondeo contingente son generalmente capaces de sustentar el modelo de negocios y los requerimientos de liquidez.	Limitados flujos de efectivo operativo y niveles de liquidez en relación a los gastos de capital, requerimientos operativos y vencimientos de deuda a corto plazo. Líneas de crédito y fondeo contingente son adecuadas para sustentar el modelo de negocio y los requerimientos de liquidez.	Muy limitados flujos de efectivo operativo y niveles de liquidez en relación a los gastos de capital, requerimientos operativos y vencimientos de deuda a corto plazo. Líneas de crédito y fondeo contingente son mínimas y pueden no cumplir con los requerimientos de liquidez.	No hay flujos de efectivo operativo y niveles de liquidez en relación a los gastos de capital, requerimientos operativos y vencimientos de deuda a corto plazo. No hay acceso a Líneas de crédito y/o fondeo contingente.
Ganancias y Rentabilidad	Ganancias y Rentabilidad son altamente predecibles a través de los ciclos económicos. Las medidas de rentabilidad están en proporción a una naturaleza no propensa al riesgo y son consistentemente superiores a las de instituciones pares comparables.	Ganancias y Rentabilidad son muy predecibles a través de múltiples ciclos económicos. Las medidas de rentabilidad están en proporción a un riesgo muy bajo pero pueden variar modestamente. Las medidas de rentabilidad generalmente son superiores a las instituciones pares comparables.	Ganancias y Rentabilidad moderadamente variables a través de los ciclos económicos. Las medidas de rentabilidad están en proporción con un bajo riesgo pero sujetas a variabilidad. La rentabilidad es generalmente mejor que el promedio general de la industria.	Ganancias y Rentabilidad pueden ser variables a través de los ciclos económicos. Medidas de rentabilidad reflejan un riesgo inherente o un entorno altamente competitivo y pueden estar sujetas a un aumento de variabilidad. La rentabilidad es promedio en relación al promedio general de la industria.	Ganancias y Rentabilidad pueden ser altamente variables a través de los ciclos económicos. Las medidas de rentabilidad pueden reflejar el riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está por debajo del promedio general de la industria.	Ganancias y Rentabilidad volátiles y altamente relacionadas con los ciclos de tasas económicas. Las medidas de rentabilidad pueden reflejar el riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está muy por debajo del promedio en relación a los promedios generales de la industria.	Puede ser estructuralmente no rentable tanto en base a lo reportado como a lo operativo. El regreso al punto de equilibrio o a una rentabilidad sostenible es altamente incierto.
Exposición a Riesgo de Contraparte	Muy limitada concentración por miembro liquidador. El fondo de garantía cubre pérdidas del incumplimiento simultáneo de menos dos de sus miembros liquidadores más grandes. Nivel de colateral apropiado para cubrir requerimientos de margen y del fondo de garantía. Inversiones extremadamente prudentes de los fondos excedentes y extensión de crédito para facilitar la liquidación.	Concentración por miembro liquidador limitada. El fondo de garantía cubre pérdidas del incumplimiento simultáneo de menos dos de sus miembros liquidadores más grandes. Nivel de colateral apropiado para cubrir requerimientos de margen y del fondo de garantía. Inversiones prudentes de los fondos excedentes y extensión de crédito para facilitar la liquidación.	Concentración por miembro liquidador promedio. Los fondos de garantía cubren el incumplimiento simultáneo de solo dos de sus miembros liquidadores más grandes. Nivel de colateral para cubrir los requerimientos de margen y del fondo de garantía. Inversiones menos prudentes de los fondos excedentes y extensión de crédito para facilitar la liquidación.	Concentración por miembros liquidadores por encima del promedio. El fondo de garantía cubre pérdidas por incumplimiento de su miembro liquidador más grande. El nivel de colateral es suficiente para cubrir los requerimientos de margen y del fondo de garantía. Inversiones agresivas de los fondos excedentes y extensión de crédito para facilitar la liquidación.	Concentración de miembros liquidadores por encima del promedio. El fondo de garantía cubre pérdidas por incumplimiento de su miembro liquidador más grande. El nivel de colateral es suficiente para cubrir los requerimientos de margen y del fondo de garantía. Inversiones agresivas de los fondos excedentes y extensión de crédito para facilitar la liquidación.	Concentración significativa por miembro liquidador. El fondo de garantía no cubre pérdidas por el incumplimiento del miembro liquidador más grande. Nivel insuficiente de colateral para cubrir los requerimientos de margen y del fondo de garantía. Inversiones muy agresivas de los fondos excedentes y extensión de crédito para facilitar la liquidación.	

Fuente: Fitch Ratings.

III. Soporte

A diferencia de los bancos, la mayoría de las instituciones financieras no bancarias no reciben con frecuencia soporte soberano extraordinario que les permita continuar cumpliendo con sus obligaciones en caso de quiebra. Como se indica en la Sección I de este reporte, la fuente más usual de soporte de instituciones financieras no bancarias son los accionistas (soporte institucional) siendo el soporte de las autoridades gubernamentales (soporte soberano) mucho menos común. La visión de Fitch de la probabilidad de soporte disponible en caso de necesidad puede ser reflejada en la SR de una entidad. Cuando la agencia considere que la forma más probable de soporte sea el soporte soberano, esto también está reflejado en la SRF de la institución financiera no bancaria. Cuando no hay un supuesto razonable de que el soporte soberano extraordinario sea probable para un emisor determinado, una SRF no será asignada. La Sección III.1 a continuación se enfoca en soporte soberano y la Sección III.2 se enfoca en soporte institucional.

III.1. Soporte Soberano

Al evaluar la probabilidad de soporte extraordinario de gobierno para una institución financiera no bancaria, el enfoque principal de Fitch es en la asistencia potencial de las autoridades nacionales del país de origen de la institución financiera no bancaria. Esto es porque son las autoridades nacionales de la institución financiera no bancaria las que con más probabilidad tendrán tanto un incentivo para impedir que la entidad incumpla, como los poderes regulatorios y legales para intervenir. Sin embargo, en algunos casos, Fitch también evalúa la posibilidad de que el soporte se proporcione a una institución financiera no bancaria que está fallando de una combinación de autoridades soberanas nacionales, autoridades regionales y/o instituciones públicas internacionales.

Las decisiones de soporte soberano para instituciones financieras no bancarias pueden con frecuencia ser dirigidas por una evaluación del papel del rol de política de la entidad a contrario de su importancia sistémica, aunque ciertas instituciones financieras no bancarias cuyas actividades son más semejantes a *financial utilities* pueden tener un potencial más alto para exhibir importancia sistémica.

Calificaciones Soberanas y Calificación de Piso de Soporte (SRF)

Calificación Soberana	SRF típicos en el caso de alta propensión a soporte
AAA, AA+	A+ hasta A-
AA, AA-	A o A-
Categoría A	1-2 <i>notches</i> por debajo de la calificación soberana
Categoría BBB	0-2 <i>notches</i> por debajo de la calificación soberana
Categoría BB	0-1 <i>notch</i> por debajo de la calificación soberana
Categoría B y menor	Igualado con la calificación soberana

Fuente: Fitch Ratings.

III.1.1 Capacidad del Soberano para Proveer Soporte

Importancia de esta Evaluación: Para que una institución financiera no bancaria reciba soporte del gobierno, el soberano debe, por definición, ser capaz y estar dispuesto a proveerlo. Cuando la capacidad del soberano para proveer el soporte esté más limitada, el soporte generalmente será menos probable, resultando en SR (Calificaciones de Soporte) y SRF (Calificación de Piso de Soporte) más bajos o en la ausencia de SR y SRF.

Al evaluar la capacidad de un gobierno de proveer soporte, el punto de partida de Fitch son las propias calificaciones del soberano (o potencialmente una Opinión de Crédito de Fitch si la opinión en la categoría de las 'B' o menor). La calificación soberana usada es casi siempre la del país en la

que la entidad está domiciliada, pero a veces puede ser una calificación subnacional y/o un soberano tercero con un interés en dar soporte a la institución financiera no bancaria.

En raros casos en los que Fitch no asigna una calificación de crédito o una Opinión de Crédito al soberano, Fitch no asignará una SR/SRF derivada del soporte (sin una evaluación) o les asignará un '5/sin piso' (por ejemplo, por una incapacidad de evaluar fidedignamente la calidad crediticia del soberano o una hay preocupaciones sobre la propensión/capacidad de soporte del soberano). Aunque las calificaciones del soberano reflejan la visión de Fitch solamente respecto a la probabilidad de que el gobierno cumpla con su propia deuda, en la práctica esto usualmente está estrechamente correlacionado con su mayor flexibilidad financiera y, por lo tanto, la capacidad de proveer soporte a instituciones financieras. Las SRF típicas en cada nivel de calificación del soberano son perfiladas en la tabla de Factores Clave al Asignar Pisos de Calificación de Soporte.

Factores Clave al Asignar Calificación de Piso de Soporte (SRF)^a

	Factor	Positivo (SRF Mayor)	Neutral	Negativo (SRF Menor)
Capacidad del Soberano para Proveer Soporte	Tamaño de sistema financiero relativo a economía	Pequeño	Promedio	Grande
	Tamaño de problema potencial	Baja vulnerabilidad del sector financiero a grandes pérdidas en recesión	Vulnerabilidad moderada del sector financiero a grandes pérdidas en recesión	Alta vulnerabilidad del sector financiero a grandes pérdidas en recesión
	Estructura de sistema financiero	Baja concentración, propiedad principalmente por accionistas fuertes	Concentración moderada, alguna propiedad por accionistas fuertes	Alta concentración, propiedad limitada por accionistas fuertes
	Estructura de pasivos de sistema financiero	Financiamiento predominantemente de moneda local de largo plazo/ estable	Inestabilidad moderada de financiamiento y/o pasivos en moneda extranjera	Financiamiento considerable de moneda extranjera a corto plazo
	Flexibilidad financiera del soberano (para el nivel de calificación)	Superior (por ejemplo, deuda baja, grandes reservas de moneda extranjera y/o buen acceso a mercado)	Promedio (por ejemplo, deuda promedio y reservas y/o acceso razonable a mercado)	Débil (por ejemplo, alta deuda, bajas reservas de moneda extranjera y/o acceso incierto a mercado)
Propensión del Soberano para Dar Soporte Institución Financiera No Bancaria	Importancia sistémica o rol de política	Importancia sistémica excepcionalmente alta para el sistema financiero y riesgo de contagio; participaciones de mercado dominantes o rol de política altamente estratégico	Fuerte importancia para el sistema financiero y la economía; alto riesgo de contagio o rol significativo de política	Importancia sistémica moderada o baja, riesgo de contagio más limitado o rol de política limitado
	Estructura de pasivo de las instituciones financieras	Muy limitadas políticamente aceptables, si lo hubiera, posibilidades de <i>bail-in</i> acreedores sénior	Fondeo significativo extranjero/al por mayor, que podría ser políticamente aceptable de <i>bail-in</i> en algunas circunstancias	Alto fondeo extranjero/al por mayor que podría ser políticamente aceptable de <i>bail-in</i> en muchos escenarios
	Propiedad	Propiedad gubernamental estratégica o propietarios domésticos privados con fuertes relaciones gubernamentales.	Propiedad gubernamental no estratégica o propiedad local no posee relaciones gubernamentales ni cercanas ni difíciles	Propiedad extranjera o propietarios locales con pobres relaciones gubernamentales
	Detalles de incumplimiento de la institución financiera no bancaria	N.A.	Más probable que incumpla como resultado de actividades operativas usuales	Riesgo significativo de que el incumplimiento pueda resultar de debilidades de gobierno corporativo

^a Los factores identificados en esta tabla determinan los niveles de SRF relativos a los rangos indicados en la tabla "Calificaciones Soberanas y Calificación de Piso de Soporte". Para cada factor, otras consideraciones relevantes pueden existir que no están referidas explícitamente aquí.

Fuente: Fitch Ratings.

III.1.1 Propensión del Soberano para Proveer Soporte

Las instituciones financieras no bancarias son generalmente menos probablemente consideradas tan sistemáticamente importantes como los bancos, especialmente si no son parte integral del sistema financiero de un país. Como resultado, la mayoría de las instituciones financieras no bancarias probablemente no reciban soporte soberano. Tener un rol de política es una razón más probable para que una institución financiera no bancaria reciba soporte soberano, aunque la importancia sistémica e interconexión con el sistema financiero son otras razones posibles para que el soberano considere apoyar a la institución financiera no bancaria.

III.2. Soporte Institucional

Las calificaciones de Fitch de instituciones financieras no bancarias que sean subsidiarias pueden o no considerar una alta probabilidad de soporte de las matrices. En un extremo del espectro, a una subsidiaria financiera cautiva se le puede otorgar alta probabilidad de soporte, porque su existencia

fortalece la franquicia de la matriz, objetivos estratégicos y los prospectos de crecimiento de los ingresos. El otro extremo del espectro podría ser una entidad a la que le sea otorgada una menor probabilidad de soporte porque exista principalmente como una oportunidad de inversión con ventajas fiscales, como una subsidiaria arrendadora de aeronaves de una compañía aseguradora.

Al determinar el soporte potencial para una institución financiera no bancaria subsidiaria por parte de su matriz, Fitch considera la capacidad y propensión de la matriz para proveer soporte y la capacidad de la subsidiaria para hacer uso del soporte de la matriz, como se describe en las secciones III.2.1 y III.2.2 a continuación, y en el Anexo 2.

III.2.1 Capacidad de la Matriz para Proveer Soporte a la Subsidiaria y Capacidad de la Subsidiaria para Utilizar el Soporte

Importancia de esta evaluación: Para que una institución financiera no bancaria pueda recibir soporte de accionista, el propietario debe, por definición, poder y desear proveerlo y la subsidiaria debe ser capaz de usar el soporte de la matriz para evitar incumplimiento.

IDR de la Matriz: La evaluación de Fitch de la capacidad de la matriz para apoyar a su subsidiaria inicia considerando las IDR de largo plazo de la matriz. Estas calificaciones topan la capacidad de la matriz para proveer soporte, ya que Fitch no esperaría que el soporte para una subsidiaria esté próximo cuando la matriz está en incumplimiento ella misma. De manera adicional, otros factores como la regulación de la matriz/grupo y el tamaño relativo también pueden afectar la posibilidad de la matriz para proveer soporte.

VR de la Matriz: En los casos en que la IDR de largo plazo de la matriz deriva de un potencial soporte soberano, como cuando la matriz es un banco, Fitch considerará si será permitido que este soporte fluya a las subsidiarias, en particular a aquellas que estén operando en jurisdicciones extranjeras. En opinión de Fitch, los reguladores de la matriz tendrán en muchos casos incentivos bastante fuertes para permitir que el soporte fluya a las subsidiarias debido al potencial impacto negativo del incumplimiento de una subsidiaria en las operaciones y la reputación del grupo.

Sin embargo, en los casos en que Fitch juzgue que haya incertidumbre significativa sobre el flujo del soporte a las subsidiarias, puede incrementar el “*notching*” entre las IDR de largo plazo de la matriz y la subsidiaria en comparación con lo que se aplicaría generalmente dada la propensión de la matriz a proporcionar soporte. Cuando la agencia considera que existe una alta incertidumbre sobre el flujo de soporte a la subsidiaria, puede utilizar la VR de la matriz o la evaluación de riesgo de crédito individual, en lugar de su IDR de largo plazo, como su calificación ancla al evaluar la capacidad de la matriz para proveer soporte a su subsidiaria.

Cuando la IDR de largo plazo del banco principal operativo está escalonado al alza desde su VR – porque tiene un colchón amplio de deuda junior y/o deuda de la controladora - la IDR de la matriz usualmente servirá como calificación ancla para las IDR de las subsidiarias domésticas altamente integradas, y de subsidiarias internacionales altamente integradas en donde un colchón grande de deuda junior haya sido también pre-posicionada. De otra manera, las IDR de la subsidiaria serán escalonadas a la baja desde la VR de la matriz (ver la tabla de Notching de Subsidiarias), reflejando la incertidumbre significativa sobre si los acreedores de la subsidiaria se beneficiarán del colchón de deuda junior de la controladora en caso de que esta última incumpla.

Cuando sea posible, Fitch podrá consultar con los representantes de las autoridades reguladoras de la matriz para conformar una opinión sobre si el soporte fluirá a la subsidiaria. Además, muchos de los factores que determinan la propensión de la matriz a proporcionar soporte a una subsidiaria (por ejemplo, importancia estratégica, integración y propiedad), muy probablemente también tendrán, en

opinión de Fitch, influencia sobre la decisión del regulador de la matriz con respecto a la conveniencia de permitir que el soporte fluya a la subsidiaria.

Regulación de Matriz/Grupo: Restricciones regulatorias significativas a nivel de matriz, pueden reducir la fungibilidad de capital y la liquidez dentro de un grupo, reduciendo la capacidad de la matriz para proveer soporte a una subsidiaria.

Por el contrario, los requisitos regulatorios para apoyar a las subsidiarias pueden influir positivamente los niveles de las IDR asignadas a una subsidiaria, resultando en que ellos estén estrechamente alineados con aquellos de la matriz aun cuando la propensión a soporte pueda haber sido de otra manera baja. Los acuerdos formales o informales entre los reguladores de la matriz y de la subsidiaria podrían también hacer más probable que el soporte sea posible.

Tamaño Relativo: En casos donde las subsidiarias formen una parte relativamente grande del grupo consolidado, la matriz puede encontrar más difícil proveer soporte extraordinario suficiente y oportuno, incluso en casos donde su propio balance (intrínseco) permanezca relativamente no comprometido. Este riesgo será mayor cuando Fitch considere que las necesidades de subsidiarias diferentes para soporte probablemente vayan a ser altamente correlacionadas, por ejemplo porque operen en una región única. Cuando las subsidiarias sean grandes respecto al grupo consolidado, Fitch puede incrementar el *notching* entre las IDR de largo plazo de la matriz y subsidiaria, cuando los últimos se deriven del soporte de la matriz.

Calificaciones Comunes: En algunos casos, cuando una subsidiaria sea muy grande (por ejemplo, si representa más del 25% de activos de grupo), la matriz puede no ser capaz de apoyar a la subsidiaria porque su balance simplemente no es suficientemente grande, no genera suficiente flujo de efectivo operativo, o no tiene acceso significativo a mercados de capital. Además, dichas subsidiarias muy grandes tienden a estar altamente integradas con sus matrices en términos de administración, fungibilidad de balance y sistemas, significando que los perfiles crediticios de la matriz y subsidiaria probablemente estén altamente correlacionados. En dichos casos, Fitch no basará las calificaciones de la subsidiaria en el soporte de la matriz, pero en su lugar asignará calificaciones “comunes” a la matriz y a la subsidiaria, reflejando el hecho de que los perfiles crediticios no pueden ser separados significativamente.

Tanto las características de tamaño e integración deben ser cumplidas para que las IDR comunes sean asignados. Si una subsidiaria está altamente integrada, pero es relativamente pequeña y no hace una contribución significativa al perfil crediticio total del grupo, entonces su IDR, si es asignado, se basará ya sea en la calificación de su matriz (si se considera que el soporte de la matriz es probable) o en su propio perfil intrínseco (si el soporte de la matriz no se considera probable). VR comunes y por lo tanto las IDR, también podrían aplicarse a las entidades hermanas o entidades en el mismo grupo, por ejemplo bajo la estructura de una compañía controladora, cuando sus operaciones están altamente integradas o son complementarias al funcionamiento del grupo o cuando la regulación realmente hace que las entidades dentro de un grupo sean responsables de las pérdidas de cada uno.

Riesgo País: Fitch considera si es que el riesgo país en la jurisdicción de la subsidiaria puede limitar su capacidad para utilizar el soporte de la matriz para servir sus obligaciones. Cuando el riesgo país es alto, las calificaciones de la subsidiaria pueden ser topadas a niveles significativamente más bajos que aquellos que pudieran ser posibles con base en la capacidad y propensión de la matriz para proveer soporte. El techo país local que captura el riesgo de transferencia y convertibilidad, casi siempre topará la IDR de largo plazo en moneda extranjera a menos que existan fuertes circunstancias mitigantes (por ejemplo, activos relevantes y flujos de efectivo que estén fuera del país y disponibles para el servicio de la deuda. Riesgos país más amplios usualmente impiden que las IDR de largo plazo en moneda local y extranjera estén más de tres *notches* arriba del soberano.

Para más detalles, ver el Anexo 2: Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias por Encima del Soberano.

III.2.2 Propensión de la Matriz para Apoyar a la Subsidiaria

Importancia de esta Evaluación: Aun si una matriz tiene la capacidad de proporcionar apoyo a una subsidiaria, que lo haga o no dependerá de la propensión de la matriz para proporcionar apoyo. En general, Fitch considera que las matrices que están prudencialmente reguladas (por ejemplo, bancos o compañías aseguradoras) o cuyas subsidiarias de instituciones financieras no bancarias apoyan el negocio fundamental de la matriz (por ejemplo, financieras de autos cautivas, o instituciones actuando como tesorerías de grupo) probablemente exhiban una mayor propensión para apoyar a subsidiarias de instituciones financieras no bancarias, que las matrices cuyas subsidiarias sean más parecidas a inversiones dirigidas por objetivos de ganancias, impuestos y/o diversificación.

Al evaluar la propensión a soporte, Fitch analiza los factores enlistados a continuación (ver también la tabla de *Notching de Subsidiarias*). En ausencia de restricciones de la capacidad (incluyendo el riesgo país), una subsidiaria que Fitch considera como "fundamental" usualmente tendrá calificaciones igualadas con la matriz; una subsidiaria vista como "estratégicamente importante" usualmente tendrá calificaciones un *notch* (pero en algunos casos, dos *notches*) menores que la matriz; y una subsidiaria vista como de "importancia limitada" usualmente estará calificada al menos dos *notches* por debajo de la matriz o con *notching* hacia arriba de su calificación intrínseca. Cuando una matriz ha adoptado un plan de resolución, Fitch podrá revisarlo, en lo posible, buscando indicadores de si es probable que la matriz apoye a la subsidiaria en caso necesario.

Rol en el Grupo: El rol de una subsidiaria en el grupo más amplio con frecuencia es un factor clave al determinar la propensión de la matriz para proveer soporte. Cuando una subsidiaria represente una parte clave e integral del negocio del grupo, proveyendo algunos de los productos/servicios centrales del grupo para clientes en mercados fundamentales, la propensión de soporte usualmente será superior que cuando la subsidiaria tiene sinergias limitadas con la matriz y no está operando en un mercado objetivo. En algunos casos, la visión de Fitch de la importancia estratégica del mercado donde una subsidiaria opera tomará en cuenta el rol de un grupo de subsidiarias. Un ejemplo puede ser una pequeña subsidiaria extranjera que es de importancia limitada por sí misma, pero es una de muchas subsidiarias operando en una región estratégicamente importante para la matriz.

Fitch típicamente calificará a las subsidiarias extranjeras operando en mercados no fundamentales al menos un *notch* por debajo de sus matrices. Esto refleja usualmente la menor importancia estratégica e integración de entidades extranjeras y el moderadamente menor severidad de riesgo de contagio de un incumplimiento de la subsidiaria extranjera, comparado con el de una entidad local. Esto también refleja de alguna manera la menor probabilidad de presión del regulador de una matriz para proporcionar soporte a una subsidiaria extranjera, contrario a una subsidiaria local.

Por otro lado, Fitch frecuentemente igualará las calificaciones de una subsidiaria extranjera con las de su institución matriz cuando la subsidiaria opere en un mercado ampliamente considerado por la matriz como fundamental.

Potencial de Venta: Cuando el potencial para venta es muy bajo, por ejemplo porque la venta de la subsidiaria alteraría significativamente la forma total del grupo y privaría al grupo de una parte clave de su negocio, es más probable que las calificaciones de la subsidiaria sean igualadas a las de la matriz. Cuando una subsidiaria podría más fácilmente ser separada del grupo y en particular cuando la entidad ya está en venta o está siendo preparada para la venta, Fitch usualmente considera la propensión a soporte como menos fuerte.

Los riesgos del país también pueden afectar los prospectos financieros de largo plazo de una subsidiaria extranjera y por lo tanto debilitar el compromiso de una matriz para mantener su presencia en un país. Esto significa que las calificaciones de la subsidiaria son usualmente topadas no más de dos *notches* (tres *notches* cuando Fitch vea que el compromiso es muy robusto en un escenario soberano de alto estrés) por encima de la IDR del soberano aunque el techo país sea más alto.

Implicación de Incumplimiento de una Subsidiaria: La decisión de la institución matriz sobre si apoyar a una subsidiaria en muchos casos considerará los costos y beneficios de corto plazo de proveer (o no proveer) soporte. Cuando el incumplimiento constituiría un alto riesgo de reputación a la matriz y podría minar su franquicia o viabilidad incluso, la propensión a soporte con frecuencia será mayor que cuando el riesgo reputacional sea limitado y el impacto directo sobre la matriz sea contenible.

Integración: Un alto nivel de integración administrativa, operativa y de balance entre la matriz y la subsidiaria usualmente sería visto por Fitch como una indicación del compromiso estratégico de la matriz con la subsidiaria y del hecho de que el incumplimiento de la subsidiaria sería potencialmente más oneroso y costoso para la matriz. Estos factores típicamente resultarían en una mayor propensión de soporte en la opinión de la agencia y por lo tanto en un menor escalonamiento (*notching*) o en la igualación de las calificaciones entre las IDR de largo plazo entre la matriz y subsidiaria. En particular, si la matriz provee una alta proporción del financiamiento (distinto a capital) de la subsidiaria, esto podría elevar considerablemente el costo para la matriz del incumplimiento y quiebra potencial de la subsidiaria e incrementar el incentivo para proveer soporte.

Cuando el grado de integración entre la matriz y subsidiaria es muy alto, de tal forma que la última opere similarmente a una sucursal o sea efectivamente una entidad que opera como un libro para registrar operaciones (*booking entity*), Fitch puede igualar las IDR de largo plazo de la matriz y de la subsidiaria o asignarlos con un *notch* de diferencia.

Propiedad: Fitch usualmente no distingue entre tenencia total o mayoritaria alta (por encima de 75%) al evaluar la propensión de una matriz para apoyar a una subsidiaria. Sin embargo, si un propietario minoritario tiene una participación relativamente grande (por encima del 25%), esto podría reducir moderadamente la percepción sobre la obligación moral de la matriz para apoyar unilateralmente a la subsidiaria y podría complicar y retrasar las decisiones sobre la provisión de soporte conjunto. Por lo tanto, será menos probable que Fitch iguale calificaciones cuando un gran accionista minoritario exista. Además, la agencia podría aumentar el *notching* en dos o más escalones, en lugar de uno, cuando las participaciones de accionistas mayoritarios y minoritarios están cercanas a paridad o cuando algún elemento de competencia o confrontación existe entre los accionistas.

Historial de Soporte: Un historial fuerte de provisión de soporte oportuno extraordinario a una subsidiaria (u otras subsidiarias dentro del grupo) bajo un rango amplio de escenarios de estrés puede influir positivamente en la evaluación de Fitch sobre la propensión de una institución matriz para proveer soporte y, por lo tanto, limitar el escalonamiento (*notching*) de la IDR de largo plazo de una subsidiaria relativo al de su matriz. Además, Fitch considera positivo un alto nivel de soporte “ordinario”, en donde una matriz opera una subsidiaria con liquidez confortable y, en particular, con reservas de capital, en lugar de cumplir simplemente con los requisitos regulatorios mínimos. Un historial de no provisión de soporte o ausencia de historial en conjunto debido a una historia operativa limitada, puede limitar el grado del alza por soporte institucional.

En caso de incumplimiento del soberano local, el perfil individual de una subsidiaria probablemente habrá sufrido un deterioro significativo. El alza potencial de la calificación de una subsidiaria por encima de la calificación del soberano de su domicilio será por lo tanto limitada ya que permanecerá

cierta incertidumbre de que el compromiso del dueño para proporcionar soporte continuo permanezca en un escenario de incumplimiento del soberano. El alza será limitada normalmente a dos *notches* por encima de la IDR del soberano (o tres *notches* si Fitch considera el soporte muy robusto en un escenario de alto estrés del soberano) aun cuando el techo país sea más alto.

Desempeño y Prospectos de Subsidiaria: Una subsidiaria con un desempeño fuerte y generalmente con buenos prospectos usualmente, en la opinión de Fitch, será más probable que sea apoyada por su matriz que una subsidiaria con un historial de desempeño moderado o débil. Al mismo momento, la agencia también toma en cuenta que una subsidiaria que necesita soporte extraordinario por definición ha sufrido un deterioro fuerte en su desempeño, lo que debilita la relevancia de cualquier rentabilidad históricamente fuerte al evaluar prospectos futuros.

Marca: Cuando una subsidiaria comparte marca con su institución matriz, esto puede indicar un compromiso incrementado para, o mayor integración con, la subsidiaria de parte de la matriz. La marca común también puede incrementar el riesgo reputacional para la matriz en caso de incumplimiento de una subsidiaria, potencialmente incrementando también la propensión de soporte.

Escalonamiento (Notching) de Subsidiarias

Escalonamiento (notching) Relativo a la Calificación de la Matriz^a

	Central/Igualado	Estratégicamente Importante/Uno (o en Algunos Casos Dos) Notches	Importancia Limitada/Dos o Más Notches ^b
Capacidad de la Matriz para Proveer Soporte y Capacidad de la Subsidiaria para Utilizar el Soporte			
Regulación de la Matriz/Grupo	Regulador de la matriz y/o regulación probablemente apoyaría el soporte a la subsidiaria por la entidad matriz	Regulador /regulación de la matriz es neutral para el soporte a la subsidiaria	Matriz no regulada o regulador/regulación de la matriz puede restringir el soporte o existen implicaciones de capital/impuestos para el soporte que pueden ser muy onerosos
Tamaño Relativo	Cualquier soporte requerido sería inmaterial relativo a la capacidad de la matriz de proveerlo	Cualquier soporte requerido probablemente sería manejable relativo a la capacidad de la matriz de proveerlo	El soporte requerido sería considerable relativo a la capacidad de la matriz de proveerlo
Riesgo País	El riesgo país no limita la capacidad de la subsidiaria para utilizar el soporte de la matriz	El riesgo país (por ejemplo, los riesgos de transferencia y convertibilidad) representa una restricción moderada en la capacidad de la subsidiaria para usar el apoyo de la matriz	El riesgo país (por ejemplo, los riesgos de transferencia y convertibilidad) representa una restricción significativa en la capacidad de la subsidiaria para usar el apoyo de la matriz
Propensión de la Matriz para Brindar Soporte:			
Rol en Grupo	Parte clave e integral del negocio del grupo, provee algunos de los productos/servicios fundamentales del grupo en la misma jurisdicción que la matriz o en mercado (s) fundamental (es)	Fuertes sinergias con matriz, proveyendo productos/servicios en jurisdicciones o mercados identificados como estratégicamente importantes	Sinergias limitadas con matriz, no operando en jurisdicciones o mercados objetivo
Potencial para la Venta	Una venta es muy difícil de concebir; la venta alteraría notablemente la forma total del grupo	Sin planes de vender, aunque la venta no alteraría fundamentalmente la franquicia total del grupo; los riesgos del país plantean dudas moderadas sobre el compromiso a largo plazo con la subsidiaria	Candidato potencial para venta, o podría ya estar en venta; el desplazamiento no sería sustancial para franquicia de grupo; los riesgos del país plantean dudas más relevantes sobre el compromiso a largo plazo con la subsidiaria
Implicación del Incumplimiento de la Subsidiaria	El incumplimiento constituiría un alto riesgo reputacional para la matriz, y un muy alto daño a su franquicia	Alto riesgo de reputación para matriz, con potencial de impacto negativo significativo sobre otras partes del grupo	El riesgo de reputación probablemente sería contenible para matriz
Integración	Alto nivel de integración administrativa y operativa; capital y fondeo en gran medida fungibles	Independencia administrativa significativa; algunas restricciones operativas/regulatorias sobre transferencias de capital y fondeo	Independencia administrativa considerable; restricciones operativas/regulatorias significativas sobre transferencias de capital y fondeo
Tamaño de Participación en la Propiedad	Propiedad total o gran participación mayoritaria (típicamente más del 75%)	Propiedad de menos del 75%, pero influencia limitada de accionista (s) minoritario (s) sobre las operaciones de la subsidiaria	Propiedad de menos del 75% e influencia significativa de los accionista (s) minoritario (s) sobre las operaciones de la subsidiaria
Historial de Soporte	El soporte es incuestionable, reflejando un alto nivel de integración y fungibilidad del capital/fondeo	Provisión oportuna y suficiente de soporte, cuando la necesidad ha surgido o no se han presentado casos previos de necesidad soporte; los riesgos del país plantean preocupaciones moderadas sobre el soporte en un escenario de incumplimiento soberano.	El soporte ha sido provisto con algunos retrasos o ha sido moderado en volumen relativo a las necesidades de la subsidiaria o no se ha observado dado un historial operativo limitado; los riesgos del país plantean preocupaciones más sustanciales sobre el soporte en un escenario de incumplimiento soberano.
Desempeño y Prospectos de Subsidiaria	Historial largo y exitoso en apoyar los objetivos del grupo, que probablemente continúe	Historial limitado de operación exitosa, o moderados prospectos de largo plazo	Historial débil de desempeño, cuestionamientos sobre la viabilidad de largo plazo del negocio
Marca	Comparte misma marca que matriz	Combina la marca de la matriz y propia	Subsidiaria con marca independientemente de la matriz
Compromisos legales	La matriz ha hecho compromisos legales fuertes para apoyar a la subsidiaria	La matriz ha hecho un compromiso no vinculante de apoyar a la subsidiaria	La matriz no ha hecho ningún compromiso legal de apoyar a la subsidiaria
Cláusulas de incumplimiento cruzado	La aceleración potencial de la deuda de la matriz provee un fuerte incentivo para evitar el incumplimiento de la subsidiaria	La aceleración potencial de la deuda de matriz provee un incentivo moderado para evitar el incumplimiento de la subsidiaria	El incumplimiento de la subsidiaria no detonaría la aceleración de deuda de la matriz

^a Indica diferencial típico entre la IDR de subsidiaria de largo plazo determinado por soporte y la IDR de largo plazo de la matriz. La subsidiaria podría ser calificada más alto que el nivel implicado por el soporte de la matriz si tiene un perfil intrínseco o SRF superior. ^b Cuando Fitch considere que el soporte es improbable o altamente incierto, la IDR de Largo Plazo de una subsidiaria con importancia limitada puede basarse solamente en su fuerza intrínseca o puede ser escalonada hacia arriba desde un nivel de calificación conmensurado con su fortaleza intrínseca.

Fuente: Fitch Ratings.

Compromisos Legales: En casos raros, una subsidiaria puede ser incorporada con responsabilidad ilimitada, creando una obligación legal clara para la matriz para proveer soporte. En dichos casos, Fitch probablemente igualaría las IDR de largo plazo de la subsidiaria y matriz, a menos de que hubiera restricciones surgidas del riesgo país. Una garantía incondicional e irrevocable, que contenga lenguaje específico sobre terceras partes beneficiarias y permita a los acreedores de la subsidiaria demandar el pago en contra del garante en el caso de incumplimiento por la subsidiaria, serviría también para crear un piso para la IDR de la subsidiaria y/o su deuda garantizada al mismo nivel que la del garante.

Un contrato de soporte formal celebrado con la entidad matriz, por ejemplo para mantener requisitos de capital y liquidez de una subsidiaria de una institución financiera no bancaria por encima de un

umbral definido, será considerado moderadamente positivo para las calificaciones de la subsidiaria. Sin embargo, aunque ciertos contratos de soporte son legalmente vinculantes cuando están vigentes, son usualmente revocables y también pueden ser retirados si la subsidiaria es desinvertida, significando que típicamente proveerán una alza muy limitada, si la hubiera, para las calificaciones de una subsidiaria.

Los compromisos no vinculantes de matrices para apoyar a subsidiarias, como cartas públicas de confort de la administración (por ejemplo, en prospectos de bonos), declaraciones estratégicas (por ejemplo, en reportes anuales) o cartas presentadas a reguladores de las subsidiarias, añaden algún valor al proceso de calificación definiendo la intención de la administración y potencialmente proveyendo una obligación moral más fuerte de parte de la matriz para proveer soporte a la subsidiaria. Sin embargo, ya que dichos compromisos no vinculantes no son ejecutables, generalmente tienen impacto limitado directo sobre decisiones de calificación en y de sí mismos.

Cláusulas de Incumplimiento Cruzado: Las cláusulas de incumplimiento cruzado en contratos de financiamiento de la matriz pueden especificar que un incumplimiento de la subsidiaria constituirá un evento de incumplimiento en las obligaciones de la matriz, otorgando así derechos de aceleración a los acreedores de la matriz. Mientras que esto no crea ninguna obligación para la matriz de apoyar a la subsidiaria, esto puede crear un incentivo significativo para hacerlo, elevando la propensión para proveer soporte. La fuerza de este incentivo dependerá, entre otras cosas, del volumen de obligaciones potencialmente sujetas a aceleración, ya sea que los términos de la aceleración sean atractivos a los acreedores y, por lo tanto, fueran tomados (por ejemplo, si el precio de redención estuviera por encima o debajo del precio de mercado actual) y si los acreedores pudieran renunciar a sus derechos de aceleración, tal vez por una cuota.

Nivel de las IDR de la Matriz: Cuando la IDR de largo plazo de una institución matriz está en un nivel bajo, de grado especulativo (típicamente en el rango 'B' o menor), es más probable que Fitch iguale las IDR de largo plazo de la matriz y subsidiaria. Esto refleja el hecho de que al extremo inferior de la escala de calificación la diferencia en riesgo de incumplimiento entre *notches* sucesivos de calificación se vuelva mayor y pudiera ser apropiado asignar a la matriz y subsidiaria con relativamente poco diferencial de riesgo los mismos niveles de las IDR de largo plazo.

Compañías Matrices No Bancarias: La propensión y capacidad de matrices corporativas y de seguros de apoyar subsidiarias de instituciones financieras no bancarias es evaluada usando principios similares como para matrices bancarias. El tamaño relativo de la matriz y subsidiaria, la calidad crediticia y flexibilidad financiera de la matriz y la importancia de la subsidiaria del negocio central de la matriz serán consideraciones relevantes. En general, Fitch considera que las compañías matrices que son reguladas prudencialmente (por ejemplo, compañías aseguradoras) o cuyas subsidiarias de instituciones financieras no bancarias apoyen el negocio central de la matriz (por ejemplo, empresas cautivas de financiamiento automotriz, o subsidiarias financieras actuando como tesorerías de grupo) probablemente tengan una mayor propensión para apoyar subsidiarias de instituciones financieras no bancarias que las compañías con un corporativo como matriz cuyas subsidiarias sean más parecidas a inversiones, dirigidas por objetivos de ingreso, impuestos y/o diversificación.

Soporte de Entidades Hermanas (Filiales) : Fitch puede incluir el soporte de entidades filiales, así como de matrices, dentro de las calificaciones de instituciones financieras no bancarias, cuando considere que el soporte potencial es fuerte. Sin embargo, al evaluar este potencial de soporte, Fitch considerará en particular: (i) si la propensión de soporte de la compañía filial podría ser sustancialmente más débil porque no tiene una participación y, por lo tanto no sufriría ningún deterioro directo en su balance financiero como resultado de la quiebra de la entidad calificada; y (ii) si el regulador de la institución filial podría buscar restringir el soporte para proteger la solvencia de la anterior.

Gobiernos subnacionales: Algunas veces Fitch considera el soporte potencial de autoridades federales, estatales u otras subnacionales (regionales, municipales o locales) como suficientemente fuerte para derivar la IDR de una institución financiera no bancaria. Fitch usualmente trata esto como una forma de soporte institucional y, por lo tanto, típicamente no asigna SRF basadas en soporte de una subnacional. Sin embargo, en casos excepcionales, por ejemplo cuando la subnacional se beneficia a sí misma de un marco robusto y probado de integración y soporte a nivel nacional, Fitch también puede asignar una SRF basada en soporte subnacional.

En la opinión de Fitch es muy poco probable que un subnacional busque proveer soporte a un subsector de una institución financiera no bancaria en su totalidad, por lo que la evaluación de soporte de la agencia se enfocará en la capacidad y propensión del subnacional de apoyar instituciones específicas. Al evaluar la capacidad de un subnacional de apoyar, las siguientes consideraciones adicionales aplicarán con respecto a alguno de los factores enlistados en la tabla de Escalonamiento (*notching*) de Subsidiarias.

Tamaño Relativo: Fitch considerará la flexibilidad financiera en general del gobierno subnacional (en la medida en que esto puede ser algo mayor o menor que lo sugerido por sus calificaciones), incluyendo el tamaño de su presupuesto, liquidez disponible y capacidad para aumentar deuda adicional, si es requerido.

Rol en Grupo: Fitch considerará la existencia de cualquier relación especial entre el subnacional y la institución financiera no bancaria (por ejemplo, la institución financiera no bancaria tiene un papel de política importante o función de agencia en la región).

Implicación de Incumplimiento de la Subsidiaria: Fitch considerará la importancia sistémica de la institución financiera no bancaria para el sistema financiero regional y la economía como un todo (medido, por ejemplo, por su participación en créditos de la región).

Presencia Local: Las calificaciones basadas en soporte subnacional son más probables cuando una institución financiera no bancaria tiene una presencia fuerte en su región de origen, pero operaciones limitadas en el resto del país o internacionalmente.

Cambios en Propensión de Soporte y Venta de Subsidiaria

Basado en los cambios en circunstancias, Fitch puede cambiar su visión sobre la propensión de una matriz para brindar soporte a una subsidiaria determinada. En algunos casos por ejemplo, si Fitch percibiera un cambio abrupto en el papel de la subsidiaria en un grupo, el cambio potencial en la Calificación de Soporte y la IDR de una subsidiaria puede ser significativo (por ejemplo de *notches* múltiples).

Tendencia Gradual: Si Fitch considera que la propensión de una matriz para brindar soporte a una subsidiaria determinada está cambiando gradualmente, ya sea por cambios en la importancia estratégica o debido a otros factores enlistados anteriormente, Fitch puede cambiar la Perspectiva de la IDR de largo plazo de la subsidiaria (suponiendo que sea impulsado por soporte), y la Perspectiva de calificación revisada puede ser diferente a la Perspectiva de la IDR de largo plazo de la matriz. Por ejemplo, si una matriz tiene una Perspectiva Estable, pero Fitch considera que una institución financiera subsidiaria fundamental se está volviendo menos importante para el grupo, Fitch puede cambiar la Perspectiva de Calificación de la subsidiaria a Negativa para indicar el cambio potencial en la calificación asociado con su disminución de importancia estratégica. A la inversa, un incremento gradual en la importancia estratégica de una subsidiaria podría resultar en que su IDR de largo plazo tenga una Perspectiva de Calificación Positiva mientras que la Perspectiva de Calificación de la IDR de largo plazo de la matriz es Estable.

Riesgo de Venta: Fitch no captura explícitamente el riesgo de venta en sus calificaciones antes de un anuncio formal de que una subsidiaria va a ser vendida o está en venta. Sin embargo, en la opinión de la agencia, usualmente hay una correlación cercana entre la importancia estratégica de una subsidiaria y la probabilidad de que sea vendida. El riesgo de venta, por lo tanto, usualmente debe ser bajo en casos donde la IDR de largo plazo de una subsidiaria es igualada con, o con diferencia de un *notch* de su matriz.

Venta Anunciada, Comprador no Identificado: Si una matriz anuncia que una subsidiaria está en venta sin que un comprador sea identificado todavía o que la administración está explorando alternativas estratégicas con respecto a la entidad, o si, por ejemplo, un regulador requiere que una matriz desinvierta de una subsidiaria, entonces Fitch reevaluará la propensión de la matriz para proveer soporte a la entidad relevante. Si la agencia considera que la importancia estratégica de la subsidiaria se ha reducido, de tal manera que la matriz tenga una menor propensión de proveer soporte antes de la venta o en el caso de que la venta no se realice, la IDR de largo plazo de la subsidiaria puede ser degradada. Si Fitch considera que hay probabilidad significativa de que una venta tendrá lugar, las calificaciones de la subsidiaria también probablemente sean colocadas en Observación (*Rating Watch*).

Al tomar acciones de calificación luego de un anuncio de venta, Fitch también considerará si un grupo relativamente estrecho de potenciales adquirentes altamente calificados ya han sido identificados. En dichos casos, el riesgo de que la IDR de largo plazo de la subsidiaria sea degradada puede ser limitado y las calificaciones por lo tanto, pueden ser mantenidas en sus niveles anteriores aun cuando Fitch considere que la subsidiaria se ha vuelto estratégicamente menos importante para su matriz actual.

A la inversa, si Fitch considera que una subsidiaria probablemente será vendida a una entidad con una calificación mucho menor que la matriz actual, entonces la IDR de largo plazo de la subsidiaria puede ser degradada inmediatamente luego del anuncio respecto a la venta potencial. Esto puede ser el caso, por ejemplo, cuando una matriz altamente calificada está saliendo a un mercado emergente y Fitch considera que localmente, entidades con calificaciones más bajas son adquirentes más probables que otras entidades extranjeras altamente calificadas.

Venta Anunciada, Comprador Identificado: Si una matriz anuncia que ha llegado a un acuerdo para vender una subsidiaria a un comprador específico y en la opinión de Fitch la probabilidad de soporte del nuevo comprador difiere del propietario actual (con el potencial para afectar a la IDR de largo plazo de la subsidiaria), entonces Fitch colocará la IDR de largo plazo de la subsidiaria en Observación (*Rating Watch*). La Observación (*Rating Watch*) puede ser Positiva, Negativa o incluso en Evolución, dependiendo del impacto potencial del soporte del nuevo propietario en la calificación.

Si la IDR de largo plazo probablemente sea degradada luego de la venta y si Fitch considera que el propietario actual tendría sustancialmente menor propensión para brindar soporte a la subsidiaria si la venta no se concluye por cualquier razón – por ejemplo, en todos los escenarios probables las calificaciones serán degradadas – entonces puede degradar la IDR inmediatamente luego del anuncio. Si Fitch considera que la venta podría también resultar en cambios relevantes en el perfil intrínseco de la subsidiaria, por ejemplo por la pérdida del “soporte ordinario” o por cambios en estrategia, entonces su perfil crediticio intrínseco también puede ser afectado adversamente.

A la terminación de la venta, o antes si es apropiado, Fitch resolverá la Observación de Calificación sobre la IDR basado en su evaluación de la probabilidad de soporte del nuevo propietario.

IV. Calificaciones de Emisión

Como se indica en la sección I.6 de este reporte, las calificaciones de emisión de instituciones financieras no bancarias, como aquéllas de otros sectores financieros corporativos, incorporan una evaluación tanto de la probabilidad de incumplimiento (o de riesgo de “no cumplimiento” en el caso de instrumentos subordinados/híbridos) en la obligación específica, y las recuperaciones potenciales para acreedores en el caso de incumplimiento. Esta sección perfila cómo Fitch evalúa riesgos de incumplimiento y prospectos de recuperación sobre diferentes tipos de valores de instituciones financieras no bancarias y cómo esto es incorporado en las calificaciones de largo plazo y en las calificaciones de recuperación (RR) asignadas a emisiones.

IV.1 Deuda de Corto Plazo

Las IDR de corto plazo son casi siempre asignadas de acuerdo con una tabla de correspondencia entre las IDR de largo plazo y corto plazo (ver la tabla de *Correspondencia de Calificación*). Cuando una IDR de largo plazo puede corresponder a cualquiera de dos IDR de corto plazo, la IDR de corto plazo usualmente será determinada basada principalmente en la fuerza del perfil de liquidez del emisor.

Los elementos clave de calificación respecto al perfil de liquidez de una institución financiera no bancaria incluyen:

- una revisión del perfil de liquidez de una institución financiera no bancaria, administración de liquidez y fuentes alternativas de financiación;
- activos líquidos disponibles;
- fuentes y perfil de vencimiento de la liquidez de respaldo;
- calidad crediticia de proveedores de liquidez;
- condiciones precedentes para disponer de las fuentes de liquidez.

Si el financiamiento de PC de una institución financiera no bancaria no iguala su ciclo normal de conversión de activo o flujo de efectivo operativo libre, el emisor debe buscar reembolsar las notas de PC que ya en el mercado ya sea con la emisión de nuevas notas de PC o bonos de largo plazo o accediendo a líneas bancarias comprometidas, específicas para el PC o de “propósito general corporativo” que permiten fondeo del mismo día. Si el emisor no tiene dicho fondeo inmediato, la compañía podría no estar en condiciones de reembolsar las obligaciones que vencen. Por lo anterior, Fitch considera la liquidez de respaldo para el PC en circulación y otras obligaciones de deuda de corto plazo un elemento importante al asignar calificaciones a nivel de instrumento, así como un elemento al evaluar la IDR de largo plazo.

El respaldo de liquidez puede ser adecuado o inadecuado. Un respaldo de liquidez más que adecuado no justifica una calificación crediticia mayor de corto plazo. Por otra parte, cuando el PC es mejorado explícitamente, como por ejemplo si fuera respaldada por una línea de crédito de pago directo o una forma similar de garantía, la calificación última del PC será la mayor de la línea de crédito de pago directo o de la mejora de crédito similar o la calificación de corto plazo del propio emisor.

Fitch típicamente espera que los emisores de PC con grado de inversión tengan total respaldo de liquidez (100%) disponible para los PC vigentes y otras obligaciones de corto plazo, independientemente de la calificación crediticia de la entidad. La liquidez de respaldo puede no ser solamente en la forma de compromisos bancarios, sino también puede incluir efectivo o valores comerciables, fuentes esperadas de flujo de efectivo operacional, soporte tangible de la matriz u otras formas alternativas de soporte de liquidez dependiendo de qué tan confiables estas fuentes pudieran ser.

Si la mayoría de las líneas de respaldo están venciendo en un año o menos, el emisor de PC está expuesto al riesgo de no renovación, ya que algunos bancos pueden no desear renovar sus compromisos al vencimiento. Para emisores con montos sustanciales de PC vigentes, la necesidad de respaldo de liquidez multianual es incluso más importante. Las compañías con múltiples líneas de respaldo de largo plazo pueden reducir el riesgo de no renovación teniendo vencimientos escalonados.

IV.2 Obligaciones Sénior No Garantizadas

IV.2.1 Visión General

Las calificaciones de obligaciones sénior no garantizadas son asignadas usualmente en línea con la IDR de largo plazo de una institución financiera no bancaria porque:

- Fitch casi siempre considera la probabilidad de incumplimiento de cualquier determinada obligación sénior no garantizada como la misma que la probabilidad de incumplimiento de la institución financiera no bancaria (reflejado por la IDR de largo plazo) porque el incumplimiento de cualquier clase material de obligaciones sénior no garantizadas sería tratado por Fitch como un incumplimiento de la entidad.
- Fitch usualmente trata las obligaciones sénior no garantizadas de instituciones financieras no bancarias como si tuvieran prospectos de recuperación promedio. En vista de la alta incertidumbre respecto a cómo se vería el balance de una institución financiera no bancaria al incumplimiento, Fitch requiere un alta "evidencia" para asignar la deuda sénior un *notch* por arriba o por abajo basado en prospectos de recuperación. Las Calificaciones de Recuperación (RR) sobre la deuda sénior no garantizada de una institución financiera no bancaria, cuando son asignadas, son usualmente 'RR4', consistente con una tasa promedio de recuperación de 31%-50%.

No obstante, en las circunstancias descritas a continuación, las calificaciones de emisión sénior no garantizada pueden ser asignadas en niveles menores, o por encima, de la IDR de largo plazo de la institución financiera no bancaria.:

Prospectos Débiles de Recuperación, Menor Calificación de la Emisión: En algunos casos en los cuales un emisor tiene niveles sustanciales de préstamos garantizados, Fitch puede ver que una emisión sénior no garantizada tiene prospectos de recuperación más débiles que el promedio, resultando en que sea asignada una calificación de emisión por debajo de la IDR de largo plazo. Esto puede ser por preocupaciones generales sobre la calidad de los activos de una institución financiera no bancaria, potencialmente menoscabando los prospectos de recuperación para todos los acreedores en caso de incumplimiento. O esto puede ser causado por preocupaciones específicas relacionadas con la estructura de fondeo de la institución financiera no bancaria, por ejemplo muy altos niveles de gravamen del balance general o subordinación muy profunda de los acreedores sénior no garantizados en la estructura de pasivos.

El fondeo garantizado históricamente ha sido un método efectivo en costo para financiar activos de una institución financiera no bancaria. Por lo tanto, la deuda no garantizada pudiera ser una muy pequeña parte de la estructura de capital y pudiera ser calificada un *notch* por debajo de la IDR de largo plazo hasta que represente una parte significativa de la mezcla de financiación.

Prospectos Fuertes de Recuperación, Mayor Calificación de Emisiones: Usualmente Fitch no calificará pasivos sénior no garantizados por encima de la IDR de largo plazo de la institución financiera no bancaria por la alta incertidumbre al evaluar prospectos de recuperación. Un ejemplo puede ser cuando una entidad está más cerca del incumplimiento y cuando hay mayor visibilidad sobre los prospectos de recuperación para acreedores sénior no garantizados.

Mayor Riesgo de Incumplimiento, Menor Calificación: En casos raros, Fitch puede tomar la visión de que una institución financiera no bancaria puede selectivamente incumplir sobre ciertas obligaciones sénior no garantizadas, pero que dicho incumplimiento no indicaría el “incumplimiento no subsanado” de la entidad por las circunstancias específicas del incumplimiento, usualmente relacionado con alguna forma de intervención regulatoria y/o porque las obligaciones en cuestión no comprenden una parte significativa de la base total de financiación. En dicho caso, las calificaciones de la emisión pueden reflejar el riesgo específico de incumplimiento selectivo relativo a los instrumentos relevantes, mientras que la IDR de largo plazo continuará reflejando el riesgo de incumplimiento sobre la masa de los pasivos sénior del emisor.

Menor Riesgo de Incumplimiento, Mayor Calificación: En circunstancias excepcionales, Fitch puede calificar ciertas obligaciones sénior no garantizadas por encima de la IDR de largo plazo del obligado porque la agencia considere que el incumplimiento de los valores es menos probable que sobre otras obligaciones de referencia a las que califiquen las IDR.

Cláusulas de Sustitución y Variación: Periódicamente, las obligaciones sénior incluyen cláusulas que permiten la variación de los términos contractuales de los valores o que los valores en sí mismos sean sustituidos por nuevos valores. Tales cláusulas pueden ser a juicio del emisor, sujeto a la aprobación de un fiduciario, etc.

Fitch evalúa caso por caso si tales cláusulas deberían afectar la calificación de un bono. Cuando la probabilidad de variación o sustitución es considerada alta y existe un alto grado de claridad sobre la forma en que se dará la sustitución/variación de los valores, Fitch calificará sobre los términos de los probables valores de sustitución o variación.

IV.2.2 Análisis de Calificación de Recuperación

Cuando una institución financiera no bancaria tenga una IDR de largo plazo de ‘B+’ o menor, Fitch típicamente asigna una RR a las emisiones de la entidad calificada en la escala de largo plazo basado en el análisis de recuperación a la medida. Las RR proveen mayor transparencia sobre el componente de recuperación de la evaluación de Fitch del riesgo crediticio de valores de emisores calificados en niveles bajos, basado en una escala oscilando de ‘RR1’ para los prospectos más fuertes de recuperación a ‘RR6’ para prospectos pobres de recuperación conforme a la tabla a continuación. Sin embargo, cuando no hay información suficiente disponible o el resultado de la recuperación potencial sea altamente variable, Fitch no asignaría un RR.

Las calificaciones crediticias para las obligaciones de emisores calificados entre ‘AAA’ y ‘BB-’ para la mayor parte toman recuperaciones acumuladas sobre el mercado de bonos incumplidos como un todo en consideración, conforme a la tabla *Guía de Notching (Escalonamiento) para Emisores de Calificación ‘BB-’ y Superiores*. A los instrumentos de una posición particular de prioridad y preferencia serán asignadas calificaciones crediticias que reflejen recuperaciones promedio esperadas a ser recibidas por dicho instrumento en caso de incumplimiento. Fitch no realiza típicamente un análisis de recuperación a la medida para dichas obligaciones ya que están tan lejos del incumplimiento que las asunciones que podrían ser usadas para el análisis de un escenario de incumplimiento podrían ser muy especulativas para ser de valor agregado.

Escala de Calificación de Recuperación

Calificación	Prospectos de recuperación en caso de incumplimiento	Recuperaciones históricas típicas (%)	Notching de la Calificación de la Emisión ^a
RR1	Sobresaliente	91-100	3
RR2	Superior	71-90	2
RR3	Buena	51-70	1
RR4	Promedio	31-50	0
RR5	Por debajo del promedio	11-30	(1)
RR6	Pobre	0-10	(2)

Haga clic [aquí](#) para una descripción completa de cada calificación. ^aRelativa al nivel de riesgo de incumplimiento. Como se menciona en la subsección IV. 2.1. de "Prospectos de Recuperación Fuertes, Calificación Más Alta de la Emisión", es excepcionalmente raro para Fitch incrementar la calificación de una deuda sénior no garantizada por razones de recuperación. .

Fuente: Fitch Ratings.

En cualquier nivel de calificación cuando el enfoque de recuperación a la medida no sea usado, Fitch puede notar subordinación contractual o estructural que sea perjudicial a la deuda no garantizada calificándolo por debajo de la IDR. Esto puede ser potencialmente el caso cuando las razones de deuda garantizada relativa a deuda total son altas, particularmente cuando el apalancamiento es relativamente alto o cuando una porción de deuda sea estructuralmente removida de las operaciones y, por lo tanto, se base en flujos de dividendo para el pago de la deuda. Las formas de subordinación también pueden incluir niveles más bajos de garantías de entidades grupales para una parte particular de la deuda.

Las calificaciones de emisión están ligadas a las del emisor a través de una evaluación de prospectos de recuperación relativa. Las calificaciones de recuperación se asignan solamente por debajo de las 'BB-'. Por lo tanto, una IDR que es incrementada desde 'B+' a la categoría 'BB', es poco probable que vea una calificación de instrumento que previamente había sido evaluada como 'RR1' o 'RR2' subir, a menos que recuperaciones superiores sean esperadas.

A la inversa, si una IDR migra de 'BB-' o por encima a la categoría de calificación 'B' donde el análisis de recuperación a la medida es realizado, Fitch puede colocar calificaciones asignadas a tramos garantizados y no garantizados de deuda realizando análisis de recuperación para que una mejora de la calificación del instrumento no ocurra cuando la IDR es rebajada.

Calificaciones de Instrumento para Combinaciones de IDR y RR del Emisor

Calificación de Recuperación	IDR de Largo Plazo							
	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C/RD/D
RR1	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC
RR2	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-
RR3	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC
RR4	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C
RR5	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C	C
RR6	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC-	C	C	C

Nota: Se asume que no hay ningún riesgo de incumplimiento incremental en la calificación del instrumento en relación con la IDR. Como se describe en la subsección IV.2.1 "Prospectos de Recuperación Fuertes, Calificación Más Alta de la Emisión", es excepcionalmente raro que Fitch incremente la calificación de la deuda sénior no garantizada por razones de recuperación.

Fuente: Fitch Ratings.

¿Cómo se determinan las Calificaciones de Recuperación?

Fitch primero determina la probabilidad de incumplimiento de un emisor, que se mide sobre la escala de calificación 'AAA' de largo plazo. Fitch entonces llega a la calificación de la emisión como una función de sus prospectos de recuperación en caso de incumplimiento. Conforme a la tabla a continuación, cuando los prospectos de recuperación son vistos como promedio, la calificación de la emisión estará en línea con la evaluación del riesgo de incumplimiento. Si la agencia considera que el instrumento tiene prospectos de recuperación por encima o por debajo del promedio, por ejemplo

como una función del apalancamiento, mezcla de fondeo y valuación estresada, Fitch puede ajustar al alza o a la baja, respectivamente, desde el riesgo de incumplimiento para llegar a la calificación de la emisión. El potencial de ajuste al alza o a la baja de la calificación de emisión basada en los prospectos de recuperación del instrumento es mostrado en la tabla a continuación.

Guía de Notching (Escalonamiento) para Emisores de Calificación 'BB-' y Superiores

Notches desde la IDR	Grado de Inversión		Grado altamente especulativo 'BB+' a 'BB-'	
	Deuda garantizada	Deuda no garantizada	Deuda garantizada	Deuda no garantizada
3				
2				
1				
+0	Escalonada por +0 o +1	En recuperaciones promedio: +0. En recuperación por debajo del promedio: +0 a -1	Escalonada por +0 y +3 pero topado 'BBB-'	Niveles bajos de deuda garantizada: +0 a +1
-1				
-2		Deuda subordinada: -0 a -2 notches		Deuda no garantizada y/o subordinada con deuda garantizada: -0 to -2

Fuente. Fitch Ratings

Métodos de Valuación Usados

Los métodos de valuación que Fitch típicamente aplica para derivar el RR de las emisiones de instituciones financieras no bancarias incluyen el enfoque de valor de liquidación (LV por sus siglas en inglés: *liquidation value*) y el enfoque de negocio en marcha (GC por sus siglas en inglés: *going-concern*). La elección de técnicas de valuación empleadas puede ser influenciada por la práctica común en segmentos específicos de instituciones financieras no bancarias, el estatus de propiedad del emisor, el *grado de organización* de grupos multientidades y los regímenes aplicables de insolvencia. Si Fitch considera que ni el enfoque LV o el GC son aplicables en caso de incumplimiento de una entidad determinada, la agencia puede optar por únicamente realizar el análisis de recuperación usando un método de valuación.

Para subsectores con un alto uso del balance tiende a haber un sesgo hacia el enfoque LV en el análisis de Fitch, posiblemente complementado con un cálculo del valor neto de activo (NAV por sus siglas en inglés: *net asset value*) estresado o valor neto en libros. Para subsectores con bajo uso del balance, Fitch también por lo general llevará a cabo el enfoque LV pero es más común que se use el enfoque GC.

Cuando Fitch analiza ambos métodos, puede optar por el que resulte en el valor mayor de empresa (EV por sus siglas en inglés: *Enterprise value*), consistente con la práctica de acreedores buscando maximizar el valor de firma bajo procedimientos de quiebra. La tabla a continuación muestra los métodos de valuación y múltiplos típicamente usados por Fitch por subsector principal.

Método de Valuación por Segmento de Institución Financiera No Bancaria

Subsector IFNB	¿Enfoque de liquidación usualmente aplicado?	Enfoque de <i>Going Concern</i> Aplicado Cuando es Pertinente (Rango del Múltiplo Típico)
Sociedad de Corretaje de Valores		
Modelo de Negocios de Flujo de Efectivo	Sí	Múltiplo EBITDA ajustado estresado (5.0x–10x)
Modelo de Negocios de Balance Financiero	Sí	Múltiplo de libro tangible estresado (0.3x–1.5x)
Administradores de Inversión		
Modelo de Negocios de Flujo de Efectivo	Sí	Múltiplo EBITDA ajustado estresado (4.0x–10x)
Modelo de Negocios de Balance Financiero	Sí	NAV estresado (0.5x–1.0x)
Empresas de Desarrollo de Negocios		
	Sí	NAV estresado (0.5x–1.0xx)
Compañías de Financiamiento y Arrendamiento		
Modelo de Negocios de Flujo de Efectivo	Sí	Múltiplo EBITDA ajustado estresado (4.0x–10x)
Modelo de Negocios de Balance Financiero	Sí	Múltiplo de libro tangible estresado (0.3x–1.5x)
Compañías de Infraestructura de Mercados Financieros		
Bolsas, CCP y CSD no bancarias	Sí	Múltiplo EBITDA ajustado estresado (5.0x–10.0x)

Fuente: Fitch Ratings.

Al derivar un valor de empresa consolidado, Fitch puede separar las unidades operativas de una entidad, por segmento o por región, para distinguir el método de valuación más relevante a los varios componentes.

Enfoque de Liquidación

Para instituciones financieras no bancarias calificadas 'B+' o menor que probablemente serían liquidadas al incumplimiento, Fitch típicamente realiza un análisis desglosado de su balance para evaluar las recuperaciones potenciales para acreedores. Esto puede involucrar una eliminación de al menos una parte de saldos existentes de efectivo, reflejando su probable utilización bajo estrés. En la mayoría de los casos Fitch deducirá el capital común de activos totales para reflejar una expectativa de que la institución habrá agotado su base de capital en caso de un incumplimiento.

Bajo un enfoque de liquidación, Fitch aplica descuentos (*haircuts*) a los activos restantes para reflejar la expectativa de Fitch de que esos activos serían probablemente vendidos por menos del valor en libros en un escenario de liquidación. Fitch entonces asigna el efectivo generado por ventas de activos a los acreedores, basado en la prioridad esperada de los reclamos.

Los activos consolidados en balance pero asignados directamente a acreedores específicos de la institución generalmente serán excluidos del cálculo. Similarmenete, los activos todavía en el balance pero en prenda para respaldar las emisiones de bursatilización serán excluidos de los cálculos de recuperación, en la medida en que la garantía excedente no esté presente y los receptores carezcan de la capacidad de controlar los activos relacionados. A los impuestos diferidos activos típicamente no se les da ningún crédito.

Los descuentos (*haircuts*) aplicados pueden variar significativamente por el modelo de negocio, clase de activo y región, entre otros factores y Fitch evaluará esto caso por caso. Como guía, la tabla a continuación refleja rangos típicos de descuento para un número de clases amplias de activos que con frecuencia son encontradas en el balance de instituciones financieras no bancarias de alto uso de balance.

Descuentos (*Haircuts*^a) de Activos

Activo	Características	Descuento (%)
Efectivo y Equivalentes	Sin riesgo, ajuste puede ser hecho para reflejar saldo esperado en incumplimiento	0–50
Valores de Renta Fija	Variabilidad en riesgo y liquidez	5–75+
Acciones	Variabilidad en liquidez y volatilidad	15–100
Activos Fijos Tangibles	Variabilidad en liquidez y volatilidad	15–75+
Préstamos Hipotecarios	Riesgo bajo si primer cargo, mayor riesgo si segundo cargo, liquidez variable.	5–40
Préstamo personal no garantizado	Alto riesgo	25–50+
Asociaciones y <i>Joint Ventures</i>	Valor ilíquido y variable	20–60
Activos intangibles ^b	Valor ilíquido y cuestionable en dificultad	70–100

^aPara activos comprados a un descuento significativo (por ejemplo en el caso de compradores de deuda), Fitch típicamente aplicará un descuento en el extremo inferior del rango indicado para reflejar un riesgo adicional más limitado de *write-down* en un caso de estrés. ^bPara instituciones financieras no bancarias con subsidiarias de bajo uso de balance significativas (que pudieran ser vendidas como un *going concern*), el descuento en intangibles podría estar en el extremo menor del citado 70% a 100%.

Fuente: Fitch Ratings.

Enfoque de Negocio en Marcha

El enfoque GC involucra un proceso de dos pasos

- Estimar el nivel de ganancias post-incumplimiento, típicamente EBITDA ajustado, sobre las cuales basar la valuación
- Aplicar un múltiplo de valuación conservadora reflejando la posición relativa de una compañía dentro de su sector basado en múltiplos reales o esperados de mercado y/o estresados. Cuando ninguna muestra estadísticamente significativa de transacciones de mercado esté disponible, los analistas buscarán sectores cercanos o harán suposiciones basadas en tendencias generales para transacciones de mercado con problemas.

Los rangos de múltiplos de valuación provistos en la tabla Método de Valuación por Segmento de Institución Financiera No Bancaria son amplios a propósito para los diversos subsectores. El múltiplo actual que es aplicado en el análisis de recuperación dependerá de una revisión de las condiciones de mercado actuales y de una evaluación de múltiplos de valuación aplicados a transacciones similares de mercado alrededor del tiempo del análisis.

Para algunos segmentos de instituciones financieras no bancarias, Fitch puede aplicar enfoques de valuación de segmento específicos adicionales. Por ejemplo, para IM Fitch puede considerar la valuación como porcentaje de los activos administrados estresado además de un enfoque de EBITDA ajustado múltiple. Para REIT hipotecarios, Fitch considera valores estresados con base a los reportes de metodología “*U.S. and Canadian Multiborrower CMBS Rating Criteria*” y “*Structured Finance CDOs Surveillance Rating Criteria*”, además del enfoque múltiple de EBITDA ajustado.

Estimando Demandas/Reclamos del Acreedor

En un esfuerzo para estimar demandas del acreedor, el análisis de Fitch toma en cuenta:

- **Demandas Revolventes:** Fitch asume que las porciones no usadas de líneas de crédito comprometidas (garantizadas o no garantizadas), líneas de crédito revolventes y cartas de crédito comprometidas son totalmente usadas en la medida permitida. Mayor juicio es ejercido para líneas que solamente pueden ser utilizadas para usos específicos, como aquellas diseñadas para adquisiciones y gastos de capital. Fitch evaluará la medida en la que tales disposiciones también puedan dar lugar a activos recuperables adicionales de acuerdo con los propósitos para los cuales estas líneas de crédito sean típicamente utilizadas.
- **Demandas Administrativas con Prioridad:** Típicamente están en el rango de 2% y 10% del valor de empresa estresado, dependiendo del país, el tamaño de la institución y la complejidad.

- **Demandas de Rechazo de Arrendamiento:** Cuando los reclamos de rechazo de arrendamiento se han hecho, Fitch evalúa la capacidad del emisor de racionalizar los arrendamientos en un escenario de incumplimiento y nota que bajo el enfoque GC un cierto nivel típicamente debe ser mantenido, mientras que bajo el enfoque LV, 100% de los arrendamientos no residenciales son considerados típicamente rechazados. El valor de los arrendamientos rechazados es calculado consistente con el código de quiebra aplicable en cada jurisdicción, donde dichos conceptos existen.
- **Supuesto de Concesión:** El valor distribuido a acreedores sénior no garantizados puede ser reducido por un monto que es redistribuido a reclamantes *junior* para asegurar su aprobación del plan de reorganización o liquidación. El monto de dichos pagos de concesión es altamente dependiente de las circunstancias.
- **Pensión y Otras Obligaciones de Beneficio Post-Empleo:** Planes de pensión con fondeo insuficiente y otras demandas de beneficio post-empleo pueden ser significativas en estado de quiebra, aunque las demandas pueden variar en prioridad dependiendo de la jurisdicción y contratos entre acreedores de un emisor en específico.
- **Otras Demandas: Otros reclamos** distintos a deuda y contingentes, incluyendo juicios materiales y pasivos (y garantías) contingentes, pueden ser consideradas cuando estos son particularmente pertinentes a una institución.
- **Financiamiento de Partes Relacionadas:** Cuando una institución financiera no bancaria tiene un gran monto de financiamiento de parte relacionadas, Fitch considerará si los acreedores de parte relacionadas probablemente se convertirían efectivamente en sénior frente a otros acreedores retirando sus fondos antes del incumplimiento.

El análisis de recuperación de Fitch típicamente toma un enfoque legal de cascada. Sin embargo, la aplicación de valor no solamente es afectada por la prioridad relativa de los instrumentos para un emisor particular pero también por la estructura organizacional. En ausencia de construcción legal o regulatoria específica en contrario, Fitch asumirá que los acreedores de entidades legales específicas tienen una demanda prioritaria sobre los activos de esa entidad relativo a acreedores de filiales y entidades relacionadas. En instancias donde hay entidades múltiples en un grupo, Fitch puede establecer valuación y demandas a nivel de la entidad y considerar los valores residuales disponibles para los acreedores de la matriz o entidades filiales.

En este contexto, Fitch generalmente usará el balance no consolidado de una entidad como base de sus cálculos de recuperación. Los factores que pueden parcialmente compensar el efecto de subordinación estructural incluyen la presencia de garantías *upstream* y obligaciones inter-compañías debidas por la subsidiaria a la matriz. Las complejidades transfronterizas pueden añadir conservadurismo al análisis de recuperaciones para instituciones financieras no bancarias que operan internacionalmente.

Fitch reconoce que un análisis basado en el enfoque LV o GC requiere un gran número de supuestos importantes respecto a la estructura del perfil financiero de un emisor al incumplimiento.

En vista de estos supuestos, la agencia no necesariamente hará un mapa de las recuperaciones esperadas para las RR y calificaciones de emisión de largo plazo correspondientes. En su lugar, Fitch puede incrementar o reducir las RR sugeridos por los enfoques de valuación y escalonamiento (*notching*), dependiendo de las sensibilidades de las recuperaciones esperadas a pequeños cambios en supuestos, eventos pendientes, términos contractuales dentro de instrumentos específicos, alcance de la garantía o visiones sobre el entorno operativo de una compañía en particular.

El análisis de recuperación de Fitch no intenta capturar el espectro total de motivaciones posiblemente contradictorias para acreedores o la velocidad con la cual dichas motivaciones pueden

cambiar. Fitch no asignaría RR si considera que la información disponible es insuficiente o el resultado del análisis es especialmente impredecible.

Fitch ha provisto topes de país para calificaciones de recuperación para incorporar la filosofía amistosa hacia los acreedores (o de otra manera) de las jurisdicciones y la ejecutabilidad de las emisiones en el caso de un incumplimiento (ver el informe de metodología “*Exposure Draft Country Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria*”). Estos topes permiten la compresión de obligaciones sénior y junior donde las características jurisdiccionales y otras estructurales indican que esto es garantizado. Fitch se enfocará en explicar los descubrimientos de su análisis específico de emisor de recuperación en sus reportes .

IV.3 Instrumentos Subordinados e Híbridos

Hablando típicamente, los instrumentos subordinados e híbridos emitidos por instituciones financieras no bancarias seguirán el enfoque de calificación y la metodología de valor de capital potencial descrito en el informe de metodología “*Non-Financial Corporates Hybrids Treatment and Notching Criteria*” (“Tratamiento y Criterio de Notching para Híbridos Corporativos No Financieros”) (para valores de deuda subordinada tradicionales e híbridos) o el “*Corporate Rating Criteria*” (“Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas”) (para préstamos de accionistas). En los casos en los que se determine que tales instrumentos no califiquen como deuda por el “*Non-Financial Corporates Hybrids Treatment and Notching Criteria*” o “*Corporate Rating Criteria*”, Fitch típicamente otorgará 100% de valor de capital para tales instrumentos si las métricas de capitalización del balance son relevantes para el análisis de la entidad emisora.

Si un instrumento subordinado o híbrido es emitido por una institución financiera no bancaria prudencialmente regulada bajo un marco similar al de los bancos, el enfoque de calificaciones seguirá el razonamiento descrito en la “Metodología de Calificación de Bancos”. Si un instrumento subordinado o híbrido es emitido por una institución de política u otra entidad con alguna forma de patrocinio, vinculación o propiedad gubernamental, el enfoque de calificaciones seguirá el razonamiento descrito en la “Metodología de Calificación de Bancos”. Si un instrumento subordinado o híbrido es emitido por una institución financiera no bancaria prudencialmente regulada bajo un marco similar a las compañías de seguros, el enfoque de calificaciones seguirá el razonamiento descrito en el informe de metodología “*Insurance Rating Criteria*” (“Metodología de Calificación de Seguros”).

Determinación de Calificaciones y Potencial de Valor de Capital para Valores Subordinados e Híbridos Emitidos por Instituciones Financieras No Bancarias

Tipo de Emisor	Criterio Aplicable
Instituciones financieras tradicionales no bancarias (es decir, no pertenece a ninguna de las tres categorías que se detallan abajo)	Tratamiento de Instrumentos Híbridos en Análisis de Crédito De Empresas No-financieras y Vehículos de Inversión de Bienes Raíces (para deuda subordinada tradicional y valores híbridos) o Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas (para préstamos de accionistas)
Instituciones financieras no bancarias reguladas prudencialmente bajo un marco similar a los bancos	Metodología de Calificación de Bancos
Institución no bancaria de política u otra entidad con alguna forma de patrocinio, vinculación o propiedad del gobierno	Metodología de Calificación de Bancos
Institución financiera no bancaria regulada prudencialmente bajo un marco similar a las compañías de seguros	Metodología de Calificación de Seguros

Fuente: Fitch Ratings.

IV.4 Deuda Garantizada y Asegurada

Fitch generalmente califica la deuda completamente garantizada (o deuda que Fitch considera que está expuesta a un grado equivalente de riesgo de crédito al de una deuda garantizada) en el mismo nivel que la deuda sénior no garantizadas del garante (si esta es más alta que la calificación de la deuda no garantizada de la institución financiera no bancaria emisora). La igualación de la calificación de la deuda garantizada con la calificación sénior no garantizada del garante dependerá de que la garantía se clasifique al mismo nivel con la deuda sénior no garantizada del garante, que la jurisdicción de la garantía sea aceptable para Fitch al nivel de calificación, su exigibilidad, puntualidad y/o expectativas de que el garante honrará la garantía. La deuda de una institución financiera no bancaria que se beneficia de una garantía que se clasifica al mismo nivel que las obligaciones subordinadas del garante, generalmente se califica de acuerdo con la deuda subordinada del garante. En los casos en que las condiciones antes mencionadas para la igualación con la calificación del garante no se cumplan, Fitch usualmente calificará tales obligaciones al mismo nivel que las calificaciones de deuda del emisor.

En los casos en los que Fitch tenga suficiente información para analizar y monitorear el colateral subyacente, calificará las obligaciones garantizadas de largo plazo de las instituciones financieras no bancarias, particularmente aquellas con estructuras relativamente sencillas, usando el enfoque del riesgo de incumplimiento/prospectos de recuperación descrito en la tabla de *Lineamientos de Notching para Emisores Calificados 'BB-' y Superiores*. Las emisiones con formas más complejas de mejora estructural, por ejemplo, bursatilizaciones, bonos cubiertos y obligaciones parcialmente garantizadas, son calificados usualmente por los grupos de Fitch de Finanzas Estructuradas, Bonos Cubiertos o Fondos y Administradores de Activos, respectivamente, con base a una metodología distinta.

Las calificaciones de las obligaciones de corto plazo de las instituciones financieras no bancarias se basan solamente en el riesgo de incumplimiento de las emisiones y por lo tanto no toman en cuenta las fortalezas estructurales que pueden mejorar recuperaciones en caso de incumplimiento.

IV.5 Notas Indexadas

Algunas instituciones financieras no bancarias emiten o garantizan valores cuyo rendimiento está referenciado a un riesgo de mercado esencialmente independiente de la propia calidad crediticia del emisor/garante (algunas veces referidos como notas indexadas o MLN (por sus siglas en inglés: *Market-Linked Notes*). En algunos casos, solo el cupón hace referencia al riesgo de mercado (referidos como notas de capital protegido) y en otros, tanto el cupón como el reembolso del capital están determinados por el riesgo de mercado de referencia (referidos como notas del capital no protegido). Los MLN pueden hacer referencia a una muy amplia variedad de riesgos, más comúnmente relacionados con acciones, divisas y materias primas y con frecuencia se estructuran en respuesta a consultas revertidas.

Las calificaciones MLN están a la par con las calificaciones de los instrumentos de deuda tradicional con un seniority equivalente de un cierto emisor o garante (deuda sénior, deuda sénior preferente, etc.). Las calificaciones son asignadas por Fitch solamente cuando el principal es protegido y únicamente abordan el riesgo crédito del emisor o garante. El riesgo del cupón no relacionado con el riesgo de crédito del emisor o del garante está por lo tanto excluido de las calificaciones MLN. Las notas con divisa dual pueden ser calificadas en el entendido de que las mismas pueden o serán liquidadas en una cantidad equivalente de una segunda divisa.

Fitch no califica notas cuyo riesgo de retorno de principal no esté relacionado con el riesgo de crédito del emisor. Consecuentemente, para evitar dudas, Fitch no calificará las notas ligadas a crédito (CLN por sus siglas en inglés: *credit-linked notes*), las cuales hacen referencia al riesgo de crédito de un tercero o grupo de terceros bajo esta metodología. Estas notas pueden ser calificadas por el Grupo de Finanzas Estructuradas de Fitch.

IV.6 Distinciones en Emisión de Deuda entre Compañías Controladoras y Subsidiarias Operativas para Instituciones Financieras No Bancarias

Al calificar instrumentos de deuda que están subordinados estructuralmente a otros instrumentos de deuda dentro de una estructura de grupo, por ejemplo, la deuda emitida por una compañía controladora o vehículo emisor de deuda, Fitch evaluará los vínculos estratégicos, operativos o legales entre los elementos diferentes en la estructura.

Si el análisis de Fitch determina que dicha deuda está suficientemente aislada del resto del grupo, la falla de cumplirla puede tener implicaciones limitadas para la calidad crediticia de las subsidiarias operativas. El análisis de Fitch seguirá comenzando con una evaluación de los perfiles de crédito de las subsidiarias operativas. Sin embargo, es probable que este análisis sea complementado por una evaluación del perfil individual de la entidad emisora. En este caso, es probable que el análisis de Fitch incorpore elementos del enfoque de calificación de Fitch para compañías administradoras de inversiones, en particular al evaluar la capitalización y el apalancamiento del emisor, así como su perfil de fondeo, liquidez y cobertura. Fitch puede asignar una calificación pública a la entidad emisora, informando a los inversionistas de su probabilidad diferente de incumplimiento comparado con las subsidiarias operativas.

Bajo ciertas circunstancias, por ejemplo si hay un mecanismo fuerte de condiciones restrictivas en vigor, (como puede ser el caso de subsidiarias operativas que son prudencialmente reguladas, por ejemplo), esto podría conducir a Fitch a excluir la deuda de la compañía controladora o el vehículo emisor de deuda del análisis del grupo de condiciones restrictivas.

Por otra parte, si Fitch concluye que los vínculos estratégicos, operativos o legales entre una compañía controladora o vehículo de emisión de deuda y una entidad operativa son relativamente significativos y no hay ningún límite de condiciones restrictivas en vigor protegiendo a la entidad operativa y a los tenedores de su deuda, es más probable que la deuda estructuralmente subordinada sea consolidada en el análisis de la entidad operativa y la calificación de la emisión de la compañía controladora o del instrumento de deuda del vehículo de emisión de deuda sea determinada mediante un enfoque de *notching* (escalonamiento).

Al determinar las relatividades de escalonamiento (*notching*) entre una compañía controladora o vehículo de emisión de deuda y una compañía operativa y sus respectivos instrumentos de deuda, Fitch evalúa diferencias potenciales en probabilidades de incumplimiento. Como parte de esta evaluación, Fitch analiza aspectos relevantes regulatorios y legislativos, la capacidad de la entidad operativa para subir dividendos a la entidad emisora en comparación con los volúmenes de deuda y gastos por intereses de la entidad emisora. Fitch también tomaría en consideración otras potenciales fuentes de ingreso de la entidad emisora, incluyendo, cuando sea relevante, el ingreso por intereses sobre préstamos inter-compañías y flujos de efectivo de otras entidades del grupo.

Anexo 1: Variaciones Metodológicas

Las metodologías de Fitch están diseñadas para utilizarse en conjunto con un juicio analítico experimentado en el transcurso de un proceso de comité. La combinación de metodologías transparentes, un juicio analítico aplicado por transacción o emisor, y la divulgación completa mediante un comentario de calificación fortalecen el proceso de calificación de Fitch, al tiempo que contribuyen a la comprensión por parte de los participantes del mercado del análisis detrás de las calificaciones de la agencia.

Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de estas metodologías para reflejar los riesgos de una transacción o un emisor en específico. A estos ajustes se les denomina variaciones. Todas las variaciones serán dadas a conocer en los respectivos comentarios de acción de calificación, incluyendo el impacto sobre la calificación cuando corresponda.

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificaciones cuando el riesgo, aspecto u otro factor relevante para la asignación de calificación, así como la metodología aplicada para ello, estén incluidos dentro del alcance de la metodología, pero que el análisis descrito en la metodología misma requiera modificarse para contemplar factores específicos para la transacción o emisor en particular.

Anexo 2: Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias por Encima del Soberano

Probablemente Fitch califique a una institución financiera no bancaria por encima del soberano – por ejemplo, asignar una IDR de largo plazo de moneda local (ML) a la institución financiera no bancaria por encima de la IDR soberana de largo plazo en ML o una IDR de largo plazo en moneda extranjera (ME) a la institución financiera no bancaria por encima de la IDR soberana de largo plazo en ME—cuando dos condiciones se mantengan. Primero, Fitch debe considerar que una institución financiera no bancaria probablemente retendría la capacidad para cubrir sus obligaciones en la moneda relevante luego de un incumplimiento soberano en esa moneda. Esta capacidad puede ser retenida ya sea porque la institución financiera no bancaria recibe soporte externo o porque fortaleza intrínseca de la institución financiera no bancaria, como se refleja en su perfil de riesgo de crédito individual, es suficiente para permitirle continuar atendiendo sus obligaciones después de un incumplimiento soberano.

Segundo, la agencia debe considerar que el soberano, luego de su propio incumplimiento en una moneda, probablemente no impondría restricciones a la habilidad de la institución financiera no bancaria para cumplir con sus obligaciones en esa moneda. Las restricciones pueden ser aplicadas a obligaciones en ME o ML. Fitch usualmente toma en cuenta las restricciones de la primera como algo más probable que las de la segunda, que tiende a resultar en que las calificaciones en ML de la institución financiera no bancaria sean menos restringidas, en relación con el soberano, que las calificaciones en ME. Sin embargo, en algunos países donde los gobiernos han sido más intervencionistas, tanto las calificaciones en ME y ML de instituciones financieras no bancarias pueden ser topadas al nivel del soberano.

Además, a diferencia de los bancos, que frecuentemente tienen fuertes lazos con el perfil crediticio del soberano en el que residen, las instituciones financieras no bancarias pueden no experimentar el mismo vínculo o restricciones potenciales sobre su habilidad para atender su propia deuda. Como un ejemplo, un administrador global de inversión puede tener la mayoría de su capital invertido en otros países, con exposición limitada a la economía en la que está domiciliado. Por lo tanto, el perfil crediticio del IM puede no ser afectado directamente por el perfil crediticio del soberano.

Anexo 3: Información Utilizada para Emitir y Mantener las Calificaciones

Principios Clave

Fitch fundamenta sus reportes y su análisis de calificación en un análisis exhaustivo de toda la información relevante conocida y considerada como pertinente para el análisis y la decisión de calificación.

Esta información incluye información disponible al público en general, información proporcionada directamente por el emisor y la información proporcionada por terceros e información relevante reunida por Fitch durante su interacción con otros emisores.

Todos los comités de calificación están obligados a verificar que los datos fueron suficientes y sólidos con relación a la decisión de calificación. Cuando hay información insuficiente para asignar o mantener una calificación, no se deberá asignar o mantener calificación alguna.

Fuentes de Información de la Metodología de Calificación

Los supuestos de calificación clave para la metodología están fundamentados en discusiones establecidas con partes externas, tales como emisores, propietarios institucionales, supervisores y gobiernos, así como en el análisis de Fitch de la información financiera y no financiera, como los estados financieros e informes anuales del emisor, documentación de bonos y el mercado financiero, la industria y datos académicos y económicos, investigación e historia.

Umbral de la Información

La información fundamental que sirve de base en el proceso de calificación es información disponible al público en general como estados financieros anuales e interinos (normalmente por lo menos tres años de cuentas auditadas), documentos de transacción para emisiones públicas, declaraciones públicas, presentaciones y otras divulgaciones ad hoc realizadas por la administración del emisor, trámites regulatorios públicos y comentarios oficiales de la industria. Esta información pública representa los requisitos mínimos para que los inversionistas tomen una decisión de inversión y está basada en el nivel y el tipo de información generalmente presentada por una empresa que cotiza en bolsa.

La divulgación pública está frecuentemente complementada por información adicional proporcionada de manera directa por la administración del emisor. Dicha información adicional puede constar de actualizaciones de información más frecuentes o actualizaciones de información confidencial normalmente divulgadas públicamente y/o información privada específica considerada importante en términos analíticos. Se pueden llevar a cabo reuniones con los miembros de la administración del emisor para discutir la información proporcionada y para comprender cualesquier supuestos utilizados en la elaboración de la información. La información no financiera utilizada en el proceso de calificación normalmente incluiría una descripción de los productos principales de la institución, la base de datos de clientes, los mercados geográficos, el marco de administración de riesgos, la estructura del grupo, la propiedad y la estrategia.

Fitch trabaja con la información disponible más reciente. Una divulgación pública será generalmente previsible en cuanto al momento en que se divulgará; las actualizaciones periódicas de otra información se programarán normalmente para coincidir con una revisión programada, o ad hoc, en respuesta a condiciones cambiantes. Esta información complementaria puede proporcionar una percepción periódica, más su provisión está sujeta a la discreción de la entidad calificada. Una serie

cronológica de información histórica brinda una percepción importante, más la información más reciente por lo general tiene una mayor ponderación en la opinión de calificación hacia el futuro.

Fitch lleva a cabo una verificación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con la metodología y los criterios de calificación relevantes, en la medida de lo posible desde la información de fuentes independientes y en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles.

Vigilancia

Los analistas vigilan de manera continua la información recibida y/o solicitada. Cuando un factor o una tendencia pudieran tener un impacto sobre la calificación, Fitch determinará el curso de acción apropiado, el cual puede ser alguno de los siguientes:

- Las instituciones financieras no bancarias se llevan ante el comité de calificación.
- Se emite a las instituciones financieras no bancarias una solicitud de información específica adicional (Fitch también puede considerar apropiado colocarlo en calificación en Observación (Rating Watch) en este momento).

Fitch también puede concluir que no es necesaria ninguna acción. No hay diferencias entre el nuevo análisis y análisis de vigilancia.

Anexo 4: Uso de Pruebas de Estrés y Otras Herramientas en el Proceso de Calificación

Principios Clave

Según sea pertinente, Fitch complementará su análisis de la información relevante con una evaluación del impacto potencial de una variedad de escenarios de estrés o simulaciones razonables/plausibles.

Supuestos

Los supuestos utilizados en los análisis de estrés o de escenario variarán, pero normalmente incorporarán variables macroeconómicas, tasas de pérdida y cambios en los parámetros de riesgo (tales como la probabilidad de incumplimiento y pérdida dado el incumplimiento), y el impacto se planteará típicamente en el contexto del impacto sobre las ganancias, liquidez, cobertura de interés y/o el capital/apalancamiento. La(s) variable(s) elegida(s) estará(n) determinada(s) por la naturaleza y/o la severidad del estrés concebido o que se está probado y se establecerá(n) a nivel de emisor, sector, país y/o región.

Herramientas Utilizadas en el Proceso de calificación

Según sea relevante, Fitch usará una variedad de Herramientas estandarizadas para simular el efecto de la calidad/desempeño de activos, ganancias, capital y estrés de liquidez. Se puede efectuar una prueba de estrés en un sector o emisor en particular y se puede complementar con simulaciones diseñadas especialmente en casos en donde los enfoques estándar puedan no ser apropiados.

En la medida en que los reguladores de las distintas jurisdicciones puedan efectuar pruebas de estrés o revisiones de calidad de activos a lo largo de un país o sector, Fitch puede utilizar sus propias herramientas similares para comprender mejor las pruebas de estrés de los reguladores y sus sensibilidades, reconociendo los diferentes grados de divulgación con respecto a factores como datos de referencia base y variables de estrés.

Datos de Entrada y de Salida

Las pruebas de estrés y de escenarios pueden requerir información estándar de naturaleza confidencial de los emisores y Fitch solicitará aquellos que considere necesarios. Si dichos datos de entrada no se proporcionan, Fitch utilizará estimaciones conservadoras basadas en un juicio analítico junto con su conocimiento general de la industria y del sector.

Alternativamente, se le pueden proporcionar a Fitch los análisis de escenario propios del emisor. En tales casos, Fitch los discutirá con la administración del emisor para comprender los supuestos subyacentes utilizados en el análisis y, en su caso, hacer ajustes analíticos adicionales a los supuestos subyacentes de la administración.

Los resultados pueden, a discreción de Fitch, ser divulgados en su totalidad o en parte cuando dicha divulgación añada valor al análisis y/o investigación. Sin embargo, la presencia de datos no públicos generalmente da lugar a que la divulgación sea en forma agregada o resumida. Fitch utilizará una comparación de pares según sea pertinente para evaluar la resistencia relativa a estreses o escenarios específicos.

Anexo 5: Sensibilidades de Calificación y Limitaciones

Sensibilidades de Calificación

Las opiniones de Fitch tienen una visión prospectiva e incluyen la visión de la agencia sobre el desempeño futuro. Las calificaciones de instituciones financieras no bancarias están sujetas a un ajuste positivo o negativo basado en el desempeño financiero y operativo actual o proyectado. La lista siguiente incluye una lista no exhaustiva de las sensibilidades principales que pueden influenciar las calificaciones y/o Perspectiva de Calificación.

- **Riesgo de Entorno Operativo:** Deterioro en el entorno operativo del emisor debido a la debilitación del ambiente económico general, riesgos soberanos, salud financiera del mercado, cambios en los requerimientos o condiciones regulatorias/legislativas y gobernanza sistémica en los países en los que el emisor está operando, así como la posible imposición de controles de tipo de cambio.
- **Riesgo de Negocio:** Los desarrollos en la capacidad de un emisor para resistir presiones competitivas como se muestra en su posición/franquicia en mercados claves, su modelo/diversificación de negocio, su poder de fijación de precios y su eficiencia operativa.
- **Riesgo Financiero:** Cambios en el perfil financiero de un emisor debido al impacto de desarrollos operativos, un debilitamiento del ambiente operativo de un emisor, la política financiera del emisor o el apetito de riesgo o la disponibilidad de financiamiento en caso de alteración del mercado.
- **Riesgo Evento:** Un evento no esperado que, hasta que es explícito y definido, está excluido de las calificaciones existentes. Los riesgos por evento pueden ser detonados externamente — un cambio en la ley, un desastre natural, una conmoción política o un cambio de propiedad — o detonados internamente, tal como un cambio en la política de capitalización, una adquisición mayor, fraude o una reestructura administrativa o estratégica. Como la mayoría de las instituciones financieras no bancarias tienden a tener un desequilibrio en sus activos-pasivos (duración de activos más larga que la duración del financiamiento), pueden ser vulnerables a un estrés de liquidez extremo. Mientras que el financiamiento, liquidez y cobertura son partes fundamentales del análisis de calificación de Fitch, algunas veces eventos idiosincrásicos pueden causar un rápido y potencialmente significativo sustancialmente perjudicial deterioro en la liquidez.
- **Cambio en Riesgo de Soporte:** Un cambio en un soporte extraordinario que probablemente esté disponible para un emisor, por ejemplo, debido a un cambio en la propiedad o desarrollos en los marcos de resolución. El riesgo por evento y los cambios en el soporte pueden tener frecuentemente más implicaciones relevantes para las calificaciones de instituciones financieras no bancarias que otros riesgos descritos anteriormente.
- **Riesgo de Instrumento Específico:** En caso de calificaciones a nivel de emisión, estas pueden ser sensibles a cambios en las calificaciones a nivel del emisor de la sociedad, al riesgo de desempeño relativo al riesgo capturado en calificaciones a nivel del emisor (por ejemplo, valores híbridos) y a los cambios en el riesgo de incumplimiento o prospectos de recuperación para tal instrumento, por ejemplo como una función de la prelación (seniority) del instrumento, el volumen de pasivos *pari passu*, el volumen y clasificación relativa de otros pasivos, la disponibilidad de activos no gravados y/o el valor empresarial del negocio.

Limitaciones

Este reporte de metodología maestra identifica factores que son considerados por Fitch al asignar calificaciones a una entidad u obligación específica dentro del alcance de la metodología maestra. No todos los factores en esta metodología son aplicables a cada calificación individual o acción de calificación. Cada acción de calificación específica, comentario o informe de calificación discutirá aquellos factores más relevantes para la acción de calificación individual.

Las calificaciones, incluyendo Observaciones de Calificación y Perspectivas de Calificación asignadas por Fitch están sujetas a las limitaciones especificadas en las Definiciones de Calificación de Fitch (*Fitch's Rating Definitions*), disponibles en www.fitchratings.com/site/definitions. Más específicamente para instituciones financieras no bancarias, las IDR, VR, SR, SRF y DCR no abordan específicamente el riesgo de transferencia y convertibilidad para todas y cada una de las jurisdicciones extranjeras en las que una institución bancaria no financiera opera, ni reflejan los riesgos de resolución específicos de la jurisdicción.

Anexo 6: Metodologías Relacionadas

Este reporte de metodologías ha sido publicado junto con los siguientes reportes de metodología:

Metodología de Calificación de Bancos

Los siguientes informes de metodología intersectoriales se mantienen en vigor, y se aplicarán a las calificaciones de instituciones financieras no bancarias y otras instituciones financieras, cuando sea adecuado.

Country Ceilings Criteria

Sukuk Rating Criteria

Metodología de Calificaciones en Escala Nacional

Tratamiento de Instrumentos Híbridos en Análisis de Crédito De Empresas No-financieras y Vehículos de Inversión de Bienes Raíces

Corporates Notching and Recovery Ratings Criteria

Country-Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria

Metodología de Calificación de Garantías Parciales de Crédito de Terceras Partes

Anexo 7: Indicadores Financieros y Definiciones por Subsectores

Resumen de las Razones Fundamentales y Puntos de Referencia Cuantitativos de las Instituciones Financieras No Bancarias

		aa o mayor	a	bbb	bb	b o menor
Sociedades de Corretaje de Valores (Alto uso de balance financiero)						
Ganancias y Rentabilidad	Utilidad Operativa/Capital Promedio (%)	x>20	10<x≤20	5<x≤10	3<x≤5	x≤3
Capitalización y Apalancamiento	(Activos tangibles –Reportos Inversos–Préstamos de Valores)/ Capital Base según Fitch (x)	x<5	5≤x<10	10≤x<15	15≤x<20	x≥20
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Activos líquidos/fondeo corto plazo (%)	x>200	150<x≤200	100<x≤150	85<x≤100	x≤85
Sociedades de Corretaje de Valores (Bajo uso de balance financiero)						
Ganancias y Rentabilidad	EBITDA ajustado/Ingreso (%)	x>25	20<x≤25	15<x≤20	10<x≤15	x≤10
Capitalización y Apalancamiento	Deuda Bruta / EBITDA ajustado (x)	x<0.5	0.5≤x<1.5	1.5≤x<2.5	2.5≤x<3.5	x≥3.5
Fondeo, Liquidez y Cobertura	EBITDA ajustado/Gasto por interés (x)	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3
Administradores de Inversiones que Principalmente Cobran Comisiones basadas en el Valor Neto del Activo (NAV) (Administradores de Inversiones Tradicionales y Administradores de Fondos de Cobertura)						
Desempeño del Activo	Flujos de clientes netos/ (F) AUM iniciales (%)	x>10	5<x≤10	5≥x>(5)	(5)≥x>(10)	x≤(10)
Ganancias y Rentabilidad	(F)EBITDA ajustado/ Ingreso por comisiones (%)	x>50	30<x≤50	20<x≤30	10<x≤20	x≤10
Capitalización y Apalancamiento	Deuda Bruta/(F) EBITDA ajustado(x)	x<0.25	0.25≤x<1.5	1.5≤x<3.0	3.0≤x<5.0	≥5.0
Fondeo, Liquidez y Cobertura	(F)EBITDA ajustado/Gasto por interés (x)	x>18	12<x≤18	6<x≤12	3<x≤6	x≤3
Administradores de Inversiones que Principalmente Cobran Comisiones basadas en el Capital Invertido/Capital Comprometido (Administradores de Inversiones Alternativas)						
Desempeño del Activo	Flujos de clientes netos/ (F) AUM iniciales (%)	x>10	5<x≤10	5≥x>(5)	(5)≥x>(10)	x≤(10)
Ganancias y Rentabilidad	(F)EBITDA ajustado/ Ingreso por comisiones (%)	x>50	30<x≤50	20<x≤30	10<x≤20	x≤10
Capitalización y Apalancamiento	Deuda Bruta/(F)EBITDA ajustado(x)	x<0.50	0.50≤x<2.5	2.5≤x<4.0	4.0≤x<6.0	≥6.0
Fondeo, Liquidez y Cobertura	(F)EBITDA ajustado/Gasto por Interés (x)	x>12	8<x≤12	4<x≤8	2<x≤4	x≤2
Compañías de Inversiones						
Capitalización y Apalancamiento	Deuda Bruta/Capital tangible (x)	x<0.15	0.15≤x<0.35	0.35≤x<0.50	0.50≤x<1.0	≥1.0
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Un año de cobertura de dividendo ascendente e ingreso por intereses de un año de gasto por interés de la controladora (x)	x>10	6<x≤10	3.5<x≤6.0	2.5<x≤3.5	x≤2.5
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Un año de cobertura de dividendo ascendente e ingreso por interés de dos años de gasto por interés, gastos operativos y dividendos de la tenedora (x)	x>1.0	x>1.0	x>1.0	x≤1.0	x≤1.0
Empresas de Desarrollo de Negocios						
Calidad de Activos	Ganancias netas realizadas/Cartera promedio, al Valor (%)	x>(1.0)	(1)≥x>(3)	(3)≥x>(4)	(4)≥x>(6)	x≤(6)
Ganancias y Rentabilidad	Ingreso neto por inversión/Cartera Promedio, al Costo (%)	5<x≤10	5<x≤10	5<x≤10	x≤5 o x>10	x≤5 o x>10
Capitalización y Apalancamiento	(Activos-(Valor Par de la Deuda x Requerimientos de Cobertura de Deuda)/Activos (%)	x>60%	33%<x≤60%	11%<x≤33%	0%<x≤11%	x = 0%
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Deuda Implícita/Capital Tangible (Requerimiento de 200% de Cobertura de Activos)	x<0.25	0.25≤x<0.50	0.50≤x<0.80	0.80≤x<1.00	x≥1.00
	Deuda Implícita/Capital Tangible (Requerimiento de 150% de Cobertura de Activos)	x<0.36	0.36≤x<0.80	0.80≤x<1.45	1.45≤x<2.00	x≥2.00
	Deuda No Garantizada/Deuda Total (%)	x>90	50<x≤90	35<x≤50	x≤35	x = 0

Resumen de las Razones Fundamentales y Puntos de Referencia Cuantitativos de las Instituciones Financieras No Bancarias (Continuación)

		aa o mayor	a	bbb	bb	b o menor
Compañías de financiamiento y arrendamiento (Alto uso de balance)						
Calidad de Activos ^a	Créditos vencidos/créditos brutos o Activos Arrendados Vencidos/Activos Arrendados Totales ('entorno operativo 'aa' o más alto) (%)	x≤1	1<x≤3	3<x≤6	6<x≤14	x>14
Calidad de Activos ^a	Créditos vencidos/créditos brutos o Activos Arrendados Vencidos/Activos Arrendados Totales (entorno operativo 'a') (%)	x≤0.25	0.25<x≤2	2<x≤5	5<x≤12	x>12
Calidad de Activos ^a	Créditos vencidos/créditos brutos o Activos Arrendados Vencidos/Activos Arrendados Totales (entorno operativo 'bbb') (%)		X≤0.5	0.5<x≤4	4<x≤10	x>10
Calidad de Activos ^a	Créditos vencidos/créditos brutos o Activos Arrendados Vencidos/Activos Arrendados Totales (entorno operativo 'bb') (%)			x≤0.75	0.75<x≤5	x>5
Calidad de Activos ^a	Créditos vencidos/créditos brutos o Activos Arrendados Vencidos/Activos Arrendados Totales (entorno operativo 'b' o menor) (%)				x≤1	x>1
Ganancias y Rentabilidad	Utilidad antes de Impuestos/Activos Promedio (%)	x>4	3<x≤4	2<x≤3	1<x≤2	x≤1
Capitalización y Apalancamiento	Deuda/ Capital tangible (x)	x<1.0	1.0≤x<3.0	3.0≤x<5.0	5.0≤x<7.0	x≥7.0
Fondeo, Liquidez y Cobertura)	Deuda no garantizada/Deuda total (%)	x>90	50<x≤90	35<x≤50	x≤35	x = 0
Compañías de Financiamiento y Arrendamiento (Bajo uso de balance)						
Ganancias y Rentabilidad	EBITDA ajustado/Ingresos (%)	x>25	20<x≤25	15<x≤20	10<x≤15	x≤10
Capitalización y Apalancamiento	Deuda/EBITDA ajustado (x)	x<0.5	0.5≤x<1.5	1.5≤x<2.5	2.5≤x<3.5	x≥3.5
Fondeo, Liquidez y Cobertura	EBITDA ajustado/Gasto por Interés (x)	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3
Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero (Bolsas de valores, CCP y CSD no bancarios)						
Ganancias y Rentabilidad	EBITDA ajustado/Ingreso (%)	x>50	30<x≤50	20<x≤30	10<x≤20	x≤10
Capitalización y Apalancamiento	Deuda Bruta/EBITDA ajustado(x)	x<0.5	0.5≤x<2.0	2.0≤x<3.5	3.5≤x<5.5	x≥5.5
Fondeo, Liquidez y Cobertura	EBITDA ajustado/Gasto por Interés (x)	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3

^aEn los casos en que las métricas de calidad de los activos exhiben diferencias estacionales en su desempeño, Fitch puede buscar normalizar dichas métricas al evaluar la calidad de los activos en un momento determinado. Fitch puede excluir o normalizar un punto de datos trimestrales si se cree que está indebidamente influenciado por la estacionalidad en lugar de reflejar una tendencia de calidad de activos a más largo plazo. Para compañías de arrendamiento, los indicadores de calidad de activos se calculan como activos arrendados vencidos/activo totales arrendados.

Nota: Si/Cuando los indicadores adicionales se consideran relevantes en una base específica de emisor, dichas razones se expresarán en el RAC correspondiente para dicho emisor.

Fuente: Fitch Ratings.

Indicadores de Sociedades de Corretaje de Valores

Métrica	Definición	Fundamental o Complementario	Firmas con Alto Uso del Balance	Firmas con Bajo Uso del Balance
Indicadores de Calidad de Activos				
Índice de Cartera Vencida y NPL	Préstamos en donde el ingreso ya no se acumula, el crédito ha sido reestructurado, o la cuenta por cobrar se considera de otra manera vencida/créditos al final del periodo.	Complementario	✓	
Reservas para pérdidas crediticias/créditos vencidos	Reservas para pérdidas crediticias/Créditos Vencidos	Complementario	✓	
Cargos por Provisión para Créditos/Créditos Brutos Promedio	Cargos por provisión para créditos/Créditos Brutos Promedio	Complementario	✓	
Créditos Vencidos menos Reservas para pérdidas crediticias/Capital Base según Fitch	(Créditos y Arrendamientos Vencidos – Reservas para pérdidas crediticias)/Capital Base según Fitch	Complementario	✓	
Crecimiento de Créditos Brutos	Aumento en el total de créditos de clientes al final del periodo contable menos el total de créditos de clientes al inicio del periodo contable.	Complementario	✓	
Razones de Riesgo de Mercado				
VaR Promedio/Capital Base según Fitch	Periodo promedio de VaR de trading considerado como reportado y ajustado a intervalo de confianza del 99% y a un periodo de tenencia de un día; los datos son evaluados tanto incluyendo y excluyendo diversificación atribuida El Capital Base según Fitch es igual al capital de los accionistas, menos capital híbrido reportado como capital, participaciones de no controladoras reportadas fuera de capital, menos participaciones de no controladoras no vistas como capaz de absorber pérdidas por Fitch, menos crédito mercantil y otros intangibles, menos activos fiscales diferidos inelegibles, +/- valor justo (<i>fair value</i>) de riesgo crediticio propio, menos partes de primera pérdida (<i>first-loss tranche</i>) de bursatilizaciones retenidas fuera de balance, menos participaciones en compañías de seguros/seguro de vida.	Complementario	✓	
VaR Estresado de Fitch/Capital Base según Fitch	El VaR estresado de Fitch es calculado multiplicando el acumulado de 10 días, VaR nivel máximo de 99% por un factor de cinco; pretendiendo capturar el riesgo de mercado bajo condiciones de mercado extremadamente severas	Complementario	✓	
Índice de Eficiencia de Trading	Ingreso principal por trading diario (anual/252 días) o (trimestralmente/63 días)/VaR de trading promedio (99%, un día, dólares EE. UU.)	Complementario	✓	
Razones de Ganancias y Rentabilidad				
Utilidad Operativa/Capital Promedio	Utilidad antes de impuestos antes de ingresos y gastos no recurrentes y no operativos como un porcentaje de capital promedio reportado	Fundamental	✓	
EBITDA Ajustado/Ingresos ROAE Ajustado	EBITDA con ajustes por partidas significativas distintas a efectivo, como gastos de compensación no monetarios, como un porcentaje del ingreso total	Fundamental		✓
Gasto Operativo/Ingreso Compensación/Ingreso Neto	Ingreso neto reportado, excluyendo operaciones descontinuadas y cargos extraordinarios únicos y los efectos de CVA/DVA, como un porcentaje del capital promedio reportado	Complementario	✓	
	Gastos operativos (incluyendo gasto de intereses) como un porcentaje de ingreso total	Complementario	✓	
	Compensación pagada en el periodo como un porcentaje del ingreso neto, aislado de compensación de corredores y <i>traders</i> cuando posible	Complementario	✓	

^a Cuando se presentan con base en la NIIF 9, la cartera vencida serán los préstamos clasificados como en etapa 3. Nota: Si/Cuando los indicadores adicionales se consideran relevantes en una base específica del emisor, dichas razones se expresarán en el RAC correspondiente para dicho emisor. VaR – Valor en riesgo.

Continuación en siguiente página.

Fuente: Fitch Ratings.

Indicadores de Sociedades de Corretaje de Valores (continuación)

Métrica	Definición	Fundamental o Complementario	Firmas con Alto Uso del Balance	Firmas con Bajo Uso del Balance
Razones de Capitalización y Apalancamiento				
Apalancamiento Ajustado Neto	(Activos Tangibles – Repos Inversos y Préstamo de Valores)/Capital Base según Fitch	Fundamental	✓	
Deuda Bruta/ EBITDA Ajustado	Deuda bruta dividida por EBITDA, con ajustes para cargos significativos no monetarios como gastos de compensación que no sean en efectivo	Fundamental		✓
Apalancamiento Bruto	Total activos dividido por capital total	Complementario	✓	
Apalancamiento Bruto Tangible	(Activos tangibles más Aumentos Brutos para Derivados, Repos Inversos y Préstamo de Valores)/Capital Base según Fitch Activos tangibles corresponde a activos totales menos crédito mercantil e intangibles Derivados, repos y préstamo de valores son englobados (gross up) de cualquier monto neto que pudiera de otra manera ser excluido de montos reportados en el balance	Complementario	✓	
Apalancamiento Ajustado	(Activos Tangibles – Repos Inversos)/Capital Base según Fitch	Complementario	✓	
Índice de capital Nivel I ^a	Indicador como es reportado a los reguladores en la jurisdicción relevante; el cálculo es: capital común como definido por los reguladores locales como un porcentaje de activos ponderados por riesgo como definido por los reguladores en la jurisdicción relevante.	Complementario	✓	
Capital Base según Fitch/Activos Ponderados por Riesgo*	Capital Base según Fitch dividido por activos de riesgo ponderado como reportado al regulador en la jurisdicción relevante.	Complementario	✓	
Razones de Fondeo y Liquidez				
Activos Líquidos/Fondeo de Corto Plazo	Total activos menos activos ilíquidos (definidos a continuación) como un porcentaje de fondeo mayorista que vence en 12 meses Activos ilíquidos típicamente incluyen deuda de alto rendimiento + <i>merchant bank</i> , inversiones de capital privado + mercados emergentes + préstamos al consumo + préstamos bancarios + crédito mercantil + intangibles + derivados de grado especulativo valorados al mercado + otros activos + activos residuales no de grado de inversión	Fundamental	✓	
EBITDA Ajustado/Gasto por Intereses	EBITDA con ajustes por partidas significativas no en efectivo, como gastos de compensación no en efectivo, como un múltiplo de gasto de intereses.	Fundamental		✓
Fondeo de Largo Plazo/ Activos Ilíquidos	Capital y préstamos de largo plazo como un porcentaje de activos líquidos (como definido anteriormente)	Complementario	✓	

^a Aplicable solamente para esas entidades sujetas a la regulación de Basilea Nota: Si/Cuando los indicadores adicionales se consideran relevantes en una base específica del emisor, dichas razones se expresarán en el RAC correspondiente para dicho emisor.

Fuente: Fitch Ratings.

Balance Simplificado y Cálculo de Índices de Capitalización

Identificador	Descripción	Valor
Balance Condensado		
A	Efectivo	15
B	Préstamo de Valores (netos)	15
C	Reportos Inversos (neto)	10
D	Instrumentos derivados (neto)	5
	Otro Valores	50
E	Crédito mercantil e Intangibles	5
F	Total Activos	100
	Total Pasivos	75
G	Capital híbrido	5
	Capital	10
	Utilidades Retenidas	10
H	Total Capital	25
Otras Entradas de Notas a los Estados Financieros		
I	Préstamo de Valores (bruto)	25
J	Reportos Inversos (bruto)	20
K	Instrumentos derivados (bruto)	15
L	Activos Ponderados por Riesgo	40
Cálculos		Fórmula
M	Activos Tangibles	95 = F-E
N	Capital Base según Fitch	15 = H-G-E
O	Gross Up de Préstamo de Valores	10 = I-B
P	Gross Up de Reportos Inversos	10 = J-C
Q	Gross Up de Instrumentos Derivados	10 = K-D
	Apalancamiento Bruto	4.0 = F/H
	Apalancamiento Bruto Tangible	8.3 = (M+O+P+Q)/N
	Apalancamiento Ajustado	5.7 = (M-C)/N
	Apalancamiento Neto Ajustado	4.7 = (M-B-C)/N
	Capital Base según Fitch/Activos Ponderados por Riesgo	37.5% = N/L

Fuente: Fitch Ratings

Indicadores de Administrador de Inversiones

Métrica	Definición	Fundamental o Complementario	IM alternativos	IM tradicionales
Razones de desempeño de activos				
Tasa de crecimiento de (F) AUM	$((F) \text{ AUM finales} / (F) \text{ AUM Iniciales} - 1)$	Fundamental	✓	✓
Éxito de recaudación	$(\text{Entradas brutas} - \text{Reembolsos brutos} - \text{distribuciones brutas}) / (F) \text{ AUM iniciales}$	Complementario	✓	✓
Rendimiento por Comisión de gestión	Comisiones de gestión / (F) AUM promedio	Complementario	✓	✓
Rendimiento total de ingresos	Ingresos totales / (F) AUM promedio	Complementario	✓	✓
Rendimiento (F)EBITDA	(F)EBITDA / (F) AUM promedio	Complementario	✓	✓
Razones de Ganancias y Rentabilidad				
Margen (F)EBITDA	(F)EBITDA / Ingreso total	Fundamental	✓	✓
Contribución por comisión de gestión	Comisión de Gestión / Ingreso por comisiones totales	Complementario	✓	
Contribución por Comisión de Gestión total	Comisión de Gestión / Ingreso total	Complementario	✓	
Eficiencia Operativa	Gastos Compensación Base + Gastos de Operación / Ingreso por Comisiones Totales	Complementario	✓	✓
Índice de Compensación de Incentivo	Compensación por Incentivo / Ingreso por incentivo	Complementario	✓	
Margen de utilidad por comisión	Utilidad por comisiones (utilidad neta) / Ingreso por comisión	Complementario	✓	
Utilidad sobre Capital Promedio	Utilidad Neta (económica) / Capital Promedio	Complementario	✓	✓
Razones de Capitalización y Apalancamiento				
Apalancamiento de Flujo de Efectivo	Pasivos brutos generadores de intereses / (F)EBITDA, con ajustes hechos para elementos significativos no monetarios y elementos no recurrentes FEBITDA está definidos como comisiones de gestión, transacción, monitoreo, y consultoría – gastos operativos + gastos de interés + depreciación + amortización + compensación de capital. Los ingresos de interés y de dividendos pueden incluirse si se consideran de naturaleza recurrente.	Fundamental	✓	✓
Apalancamiento de Flujo de Efectivo Neto	(Pasivos generadores intereses – efectivo y equivalentes) / (F)EBITDA, con ajustes hechos para elementos significativos no monetarios y elementos no recurrentes	Complementario	✓	✓
Apalancamiento de Balance	Pasivos generadores de intereses / Capital tangible Fitch define el capital tangible como el patrimonio menos crédito mercantil y otros intangibles. Al realizar los cálculos de apalancamiento del balance para los administradores de inversiones, Fitch generalmente se enfoca en el balance no consolidado para excluir los efectos de los activos y pasivos sin recurso.	Complementario	✓	✓
Apalancamiento de Balance Financiero neto	(Pasivos generadores de intereses – efectivo y equivalentes) / Capital tangible	Complementario	✓	✓
Apalancamiento de Capital Base según Fitch	Pasivos generadores de intereses / Capital Base según Fitch Capital Base según Fitch es igual al capital contable, menos capital híbrido reportado como capital, participaciones no mayoritarias reportadas fuera del capital, menos participaciones no mayoritarias no consideradas como absorción de pérdidas por Fitch, menos crédito mercantil y otros intangibles, activos por impuestos diferidos inelegibles, +/- valor de mercado del riesgo de crédito propio, menos tramos de primera pérdida de bursatilizaciones fuera de balance, menos seguro de vida/intereses de seguro de la compañía	Complementario	✓	✓
Razones de Liquidez				
Cobertura de intereses	(F)EBITDA, con ajustes por elementos no monetarios y/o no recurrentes significativos / Gasto por intereses	Fundamental	✓	✓
Cobertura de Activos Líquido	(Efectivo + inversiones líquidas) / pasivos generadores de intereses brutos	Complementario	✓	✓
Cobertura de Deuda por Activos	(Efectivo + inversiones líquidas + coinversiones en balance) / Pasivos generadores de intereses brutos	Complementario	✓	✓
Cobertura líquida de Compromisos de Co-inversión	(Efectivo + Valores Líquidos) / Compromisos de Co-inversión No llamados	Complementario	✓	✓
Activos Líquidos	(Efectivo + Valores Líquidos) / Activos Totales	Complementario		✓
Razón de Distribuciones	Distribuciones / Ganancias en efectivo	Complementario	✓	✓

Nota: Si/Cuando los indicadores adicionales se consideran relevantes en una base específica del emisor, dichas razones se expresarán en el RAC correspondiente para dicho emisor

Fuente: Fitch Ratings.

Indicadores de Compañías de Inversiones y Fondos de Inversiones

Métrica	Definición	Fundamental o Complementario	Compañías de Inversiones	Fondos Open-End	Otros fondos alternativos
Razones de Calidad de Activos/Desempeño de Activos					
Perfil de riesgo crediticio del portafolio	Promedio ponderado de la calidad crediticia de las inversiones/ Compañías del Portafolio	Complementario	✓		
Razones de Ganancias y Rentabilidad					
Rentabilidad sobre Activos Promedio	Utilidad Neta/Activos Promedio	Fundamental	✓	✓	✓
Rentabilidad sobre Capital Promedio	Utilidad Neta/Capital Promedio	Complementario	✓	✓	✓
Razones de Capitalización y Apalancamiento					
Apalancamiento de Balance	Deuda Bruta/Capital Tangible o Total de Pasivos Generadores de Intereses/Valor Neto del Activo	Fundamental	✓		✓
Apalancamiento Bruto	(Posiciones Largas de Inversión Brutas + Posiciones Cortas Brutas)/Valor Neto del Activo	Fundamental		✓	
Razones Fondo, Liquidez y Cobertura					
Cobertura de Efectivo y Valores no Gravados	(Efectivo + Activos No Gravados)/Deuda No Garantizada	Fundamental		✓	✓
Cobertura de intereses	Cobertura de un año de Dividendos ascendentes e ingresos por intereses (o EBITDA) de un año de gastos de intereses y operativos de la compañía controladora	Fundamental	✓		
Cobertura de Gastos Operativos ^a	Cobertura de un año de dividendos ascendentes e ingresos por intereses (o EBITDA) de dos años de costos operativos, gastos por intereses y dividendos de la compañía controladora	Fundamental	✓		
Activos Ilíquidos	Total Activos Ilíquidos/Valor Neto Activos	Complementario		✓	

^aPara las compañías de inversión que son privadas y que no tienen políticas de dividendos establecidas, Fitch probablemente eliminará los dividendos de la compañía controladora del denominador de esta relación. Nota: Si/Cuando los indicadores adicionales se consideran relevantes en una base específica del emisor, dichas razones se expresarán en el RAC correspondiente para dicho emisor.

Fuente: Fitch Ratings.

Indicadores de Compañía de Desarrollo de Negocio

Métrica	Definición	Fundamental o Complementario
Indicadores de Calidad de Activos		
Ganancias (Pérdidas) Netas del Portafolio	Ganancias Netas Realizadas/Portafolio Promedio, al Valor	Fundamental
Activos que no devengan, al Costo	Activos que no devengan/Portafolio, al Costo	Complementario
Activos que no devengan, a Valor Razonable	Activos que no devengan/Portafolio, a Valor Razonable	Complementario
Valuación del Portafolio Neto	Apreciación (Depreciación) Neta No Realizada/Portafolio Total, al Costo	Complementario
Concentraciones del Portafolio	10 Inversiones Mayores del Portafolio, al Valor/Capital	Complementario
Indicadores de Ganancias y Rentabilidad		
Rendimiento del Ingreso neto por Inversión	Ingreso Neto por Inversión/Portafolio Promedio, al Costo	Fundamental
Rendimiento de Ingreso por Inversión	Ingreso por Inversión/Portafolio Promedio, al Costo	Complementario
Eficiencia Operativa	Gastos distintos a intereses e incentivos /Portafolio Promedio, al Costo	Complementario
Índice de Compensación	Compensación/ Portafolio Promedio, al Costo	Complementario
Rentabilidad sobre Activos Promedio	Utilidad Neta/Activos Promedio	Complementario
Razones de Capitalización y Apalancamiento		
Apalancamiento	Pasivos Generadores de Intereses/Total Capital	Fundamental
Índice de Cobertura de Activo	(Activos – Pasivos Corrientes)/Deuda de Largo Plazo	Complementario
Sensibilidad al Techo de Apalancamiento	(Capital – Pasivos Generadores de Intereses)/Portafolio, al Valor	Complementario
Colchón de Cobertura de Activos	(Activos –(Valor de la deuda a Par x Requerimiento de Cobertura de Activos)/Activos	Complementario
Razones de Fondo y Liquidez		
Cobertura por Ingresos en Efectivo de Dividendos*	(Ingreso Neto de Inversión – Ingresos no monetarios + Gastos no monetarios)/Dividendos Declarados	Fundamental
Cobertura de Intereses	EBITDA Ajustado /Gasto por Intereses	Complementario
Mezcla de fondeo	Deuda No Garantizada/Deuda Total	Complementario
Cobertura por Ganancias de Dividendos	Ingreso de Inversión Neto/Dividendos Declarados	Complementario
Ingreso No Monetario ^a	Ingreso no monetario/Ingreso por intereses	Complementario

^aHacer ajustes para ingresos no monetarios recibidos en efectivo, cuando disponible. Nota: Si/Cuando los indicadores adicionales se consideran relevantes en una base específica del emisor, dichas razones se expresarán en el RAC correspondiente para dicho emisor.

Fuente: Fitch Ratings.

Indicadores de Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

Métrica	Definición	Fundamental o Complementario	Financiamiento Comercial y de Consumo	Arrendamiento	Servicios Financieros
Indicadores de Calidad de Activos					
Índice de cartera vencida y NPL	Créditos o Arrendamientos donde el Ingreso ha dejado de devengarse, el Crédito ha sido Reestructurado o la cuenta por cobrar es considerada vencida/de final de periodo para créditos o arrendamientos	Fundamental ^a	✓	✓	✓
Vencidos a Capital	(Préstamos y arrendamientos vencidos - Reservas par Pérdidas Crediticias)/Capital Base según Fitch	Complementario	✓	✓	✓
Índice de Castigos Netos	(Pérdidas brutas - Recuperaciones)/ Préstamos promedio durante el periodo	Complementario	✓	✓	✓
Índice de Cobertura de Reservas para Préstamos Vencidos	Reservas para Préstamos Vencidos/Préstamos y Arrendamientos Vencidos	Complementario	✓	✓	✓
Índice de Ganancia (Pérdida) en Residuales	Ganancia o Pérdida en la Venta del Residual de Vehículos y Equipos /Valor Depreciado de los Activos Vendidos	Complementario		✓	
Indicadores de Ingresos y Rentabilidad					
Utilidad antes de Impuestos sobre Activos Promedio	Utilidad antes de impuestos Reportada /Activos Promedio	Fundamental ^a	✓	✓	✓
Margen de EBITDA Ajustado	Ganancias antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización/Ingresos con ajustes por partidas distintas de efectivo significativas. Fitch puede realizar ajustes en su cálculo de EBITDA para excluir los gastos de depreciación si se considera que es un gasto operativo recurrente y no se espera un cambio significativo en los niveles de los activos arrendados. Sin embargo, en ese caso, Fitch buscaría volver a agregar el producto de la venta de activos arrendados a su cálculo del flujo de efectivo, ya que probablemente se considere una fuente importante de repago de la deuda.	Fundamental ^b	✓	✓	✓
Utilidad antes de Impuestos sobre Capital Promedio	Utilidad Reportada antes de Impuestos/Capital Promedio	Complementario	✓	✓	✓
Margen de Utilidad antes de impuestos	Utilidad Operativa antes de Impuestos/Ingresos Totales	Complementario	✓	✓	✓
Índice de Gastos Operativos	Gastos Operativos/ Ingreso Netos Total	Complementario	✓	✓	✓
Índice de Gasto por Depreciación	Gastos de Depreciación/Ingresos Totales	Complementario		✓	
Contribución Ganancia (Pérdida) por Valor Residual	Ganancia o Pérdida en Venta de Residuales de Vehículos y Equipo /Utilidad Antes de Impuestos Reportada	Complementario		✓	
Razones de Capitalización y Apalancamiento					
Apalancamiento Tangible del Balance	(Deuda Reportada + Porción de Deuda del Capital Híbrido)/(Total Capital de Accionistas — Intangibles – Activos por impuestos diferidos relacionados con pérdidas operativas netas pendientes de amortizar (si están disponibles y con un valor mínimo de cero), de lo contrario impuestos diferidos netos en su totalidad (a un valor mínimo de cero) - Participaciones no controladoras ^d + Porción de Capital Híbrido con Crédito de Capital)	Fundamental ^a	✓	✓	✓
Apalancamiento de Flujo de Efectivo	Deuda Total/Ganancias antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización (vea definición de EBITDA anterior)	Fundamental ^b	✓	✓	✓
Apalancamiento de Capital Base según Fitch ^d	(Deuda Reportada + Fondeo fuera de Balance)/Capital Base según Fitch Capital Base según Fitch es igual al capital reportado menos capital híbrido menos participaciones minoritarias que no absorben pérdidas menos activos fiscales diferidos relacionados con las pérdidas netas operativas pendientes de amortizar (si están disponibles y a un valor mínimo de cero), de otra manera los activos fiscales netos diferidos en su totalidad (a un valor mínimo de cero), menos crédito mercantil y otros intangibles (incluyendo derechos de administración de hipotecas) menos primeras pérdida de bursatilizaciones dentro y fuera del balance menos componente crediticio del cambios a valor razonable sobre la propia deuda de una entidad financiera menos el valor neto de activo de compañías de seguro tenidas menos el valor intrínseco de negocios de seguros	Complementario	✓	✓	✓
Capital Base según Fitch/Riesgos Ponderados ^d	Capital Base según Fitch/Activos Ponderados por Riesgos	Complementario	✓	✓	✓

Indicadores de Compañías de Financiamiento y Arrendamiento (continuación)

Métrica	Definición	Fundamental o Complementario	Financiamiento Comercial y de Consumo	Arrendamiento	Servicios Financieros
Fondeo y Liquidez					
Uso de Deuda No Garantizada	Deuda No Garantizada por Activos/Total Pasivos que generan Intereses	Fundamental ^a	✓	✓	✓
Cobertura de Intereses	Ganancias antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización/Gasto por Intereses	Fundamental ^b	✓	✓	✓
Dependencia del fondeo a Corto Plazo	(Deuda de Corto Plazo + Porción Actual de Deuda de Largo Plazo)/Total de Pasivos que generan Intereses	Complementario	✓	✓	✓
Cobertura de Activos No Comprometidos	Monto de Activos Libres de cualquier Gravamen/Deuda No Garantizada	Complementario	✓	✓	✓
Razón de Pago de Dividendos	Dividendos/Utilidad Neta Reportada	Complementario	✓	✓	✓

^aAplicable a compañías de financiamiento y de arrendamiento con alto uso del balance. Donde se presente información bajo la NIIF 9, los créditos vencidos serán aquellos clasificados en etapa 3. Para compañías de arrendamiento, las razones calidad de activos se calculan sobre activos en arrendamiento (por ejemplo arrendamientos vencidos/arrendamientos totales). ^bAplicable a compañías financieras y de arrendamiento con poco uso del balance. Aplicable a compañías de financiamiento y arrendamiento con licencia bancaria solamente. ^cLos intereses en no controladoras están incluidos a menos que se crea que exhiben capacidad de absorción de pérdidas.

Fuente: Fitch Ratings.

Indicadores de Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Indicador	Definiciones	Fundamental o Complementario	Bolsas de Valores	Cámaras de compensación	CSD Sin Licencia Bancaria
Capitalización y Apalancamiento					
Deuda Bruta/EBITDA Ajustado	Deuda Bruta dividida entre EBITDA, con ajustes para elementos no monetarios significativos como las compensaciones no monetarias	Fundamental	✓	✓	✓
Flujo de Caja Libre/ Deuda Bruta	Efectivo Neto proporcionado por operaciones menos gastos de capital y dividendos divididos entre la Deuda	Complementario	✓	✓	✓
Deuda Bruta/Capital Tangible	Deuda Bruta dividida entre el capital tangible	Complementario		✓	
Deuda Bruta/Capital Base según Fitch	Deuda Bruta dividida entre el Capital Base según Fitch	Complementario		✓	
Fondeo, Liquidez y Cobertura					
EBITDA Ajustado / Gasto por interés	EBITDA con ajustes para elementos no monetarios significativos como un múltiplo de gasto por interés	Fundamental	✓	✓	✓
Efectivo y valores negociables (inversiones) sin restricciones/Deuda a corto plazo	Valores en efectivo y negociables (inversiones) sin restricciones divididos entre deuda a corto plazo	Complementario		✓	
Ganancias y Rentabilidad					
Margen EBITDA Ajustado	EBITDA con ajustes para elementos no monetarios significativos como porcentaje del ingreso total	Fundamental	✓	✓	✓
Tasa por Contrato	Ingreso dividido por Volumen de Contrato	Complementario	✓	✓	
Gastos de Capital/Ingresos	Gastos de Capital divididos entre los ingresos totales	Complementario	✓	✓	✓
Gastos de Capital/ Depreciación y Amortización	Gastos de Capital divididos entre la depreciación y amortización	Complementario	✓	✓	✓

Nota: Capital Base según Fitch se define como el capital contable, menos el capital híbrido reportado como capital, participaciones no mayoritarias reportadas fuera de capital menos participaciones no mayoritarias no consideradas por Fitch con capacidad para absorber pérdidas, menos crédito mercantil y todos los demás intangibles, menos los impuestos diferidos ineligibles, +/- valor de mercado de riesgo crediticio propio, menos primeras pérdida de las bursatilizaciones fuera del balance, menos seguros de vida/participaciones en compañías aseguradoras. Si/Cuando razones adicionales se consideran relevantes en una base de emisor específica, dichas razones serán articuladas en el RAC del emisor.

Fuente: Fitch Ratings.

Dado que la traducción de esta metodología aplica a nivel regional en Latinoamérica, los decimales se indican con punto y los millares con coma para efectos de estandarización de separadores nominales. Además, se usa la palabra calificación en lugar de clasificación, así como bursatilizaciones en lugar de titularizaciones o securitizaciones, términos cuyo uso depende del país.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2019 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la Ley de Sociedades de 2001.