

Metodología de Calificación de Fondos de Deuda

Metodología Maestra

Alcance

Esta metodología aplica a los portafolios que invierten en instrumentos de deuda, bonos y otros similares a estos, incluyendo los fondos de deuda de corto y largo plazo, fondos de préstamos, carteras de inversiones en gobiernos locales (LGIP; *local government investment pools*), vehículos de deuda cotizados en bolsa (ETF; *exchange traded funds*) y canastas administradas en forma privada. Estos portafolios pueden contener diversos instrumentos de deuda de corto y largo plazo e instrumentos similares a deuda, tales como papel comercial, certificados de depósitos, bonos, préstamos, instrumentos preferentes, operaciones de reporto, deuda soberana, instrumentos de financiamiento estructurado y contratos *swap* de incumplimiento crediticio (CDS; *credit default swap*).

Las calificaciones de fondos de deuda se asignan a un portafolio de activos, en lugar de a una emisión individual. La calificación no es asignada a la deuda emitida por fondos cerrados o fideicomisos de inversión, Fitch Ratings ha desarrollado metodologías de calificación distintas para ese enfoque analítico [ver metodología "[Closed-End Funds and Market Value Structures Rating Criteria](#)"]. Sin embargo, la Metodología de Calificación de Fondos de Deuda puede utilizarse para calificar a los fondos cerrados y portafolios de fideicomisos de inversión.

Factores Clave de Calificación

Riesgo de Crédito del Portafolio: La Calificación de Calidad Crediticia del Fondo (CCF), señalada con el sufijo 'f', mide la vulnerabilidad a pérdidas por incumplimientos crediticios y está influenciada principalmente por el factor promedio ponderado de calificación (WARF; *weighted average rating factor*) de un portafolio.

Factores de Calificación a Nivel de Activos: El WARF del portafolio de activos está basado en los factores de riesgo de crédito definidos por Fitch y aplicados a cada activo y/o contraparte con base en sus calificaciones públicas, opiniones crediticias u otras medidas comparables de riesgo de incumplimiento, así como su vencimiento.

Evaluación del Administrador de Inversiones: Fitch revisa las cualidades del administrador del fondo para evaluar si está plenamente capacitado y si es competente y capaz de administrar el portafolio. Fitch no calificará los portafolios de administradores que no aprueben esta evaluación.

Revisión Legal y Regulatoria: Los portafolios deben pasar por un proceso de revisión legal y regulatorio, incluyendo la separación legal y la custodia de los activos del portafolio.

Sensibilidad al Riesgo de Mercado: En ciertas circunstancias, sujeto a la relevancia en el mercado o la exigencia regulatoria, Fitch también puede asignar una calificación complementaria de sensibilidad al riesgo de mercado de fondos, con el fin de expresar una opinión sobre la sensibilidad de un portafolio a los factores de riesgo de mercado, como el riesgo de tasa de interés, riesgo de diferencial de tasas (*spread risk*), fluctuaciones cambiarias y apalancamiento.

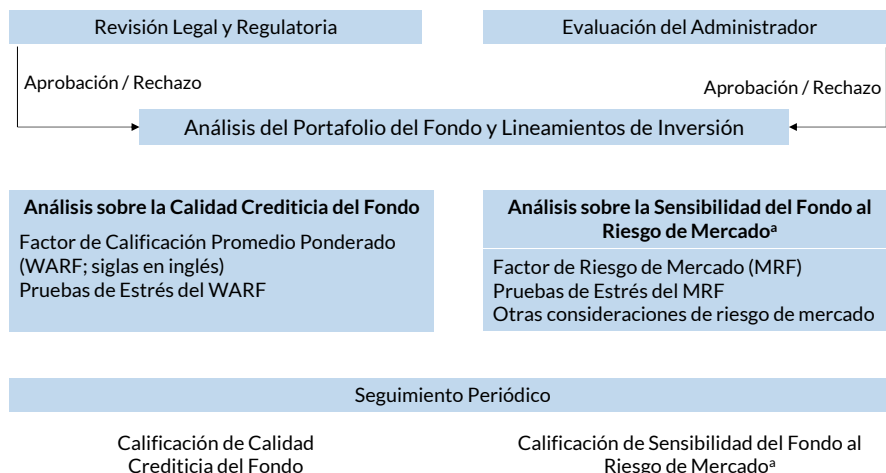
Seguimiento Activo de las Calificaciones: Fitch solicita periódicamente (por lo general, cada mes) al administrador las posiciones del portafolio y las estadísticas de desempeño relevantes para monitorear las calificaciones.

Contenido

| | |
|---|----|
| Alcance | 1 |
| Factores Clave de Calificación | 1 |
| Marco de Referencia de la Metodología de Calificación de Fondos de Deuda Global | 2 |
| Revisión Legal y Regulatoria | 3 |
| Evaluación del Administrador de Inversión | 4 |
| • Controles de riesgo establecidos, incluyendo, por ejemplo, límites de exposición, pruebas de estrés, administración del riesgo de contraparte (incluidos los participantes autorizados para los ETF), y/o procedimientos de cumplimiento. | 4 |
| Metodología para las Calificaciones de Calidad Crediticia de Fondos | 4 |
| Factor Promedio Ponderado de Calificación | 5 |
| Metodología para las Calificaciones de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos | 8 |
| Seguimiento | 13 |
| Variaciones Metodológicas | 14 |
| Limitaciones | 14 |
| Apéndice A: Calificaciones de Fondos de Deuda en Escala Nacional | 16 |
| Apéndice B: Ejemplos de Cálculos | 19 |
| Apéndice C: Descripción del Proceso de Calificación | 21 |
| Apéndice D: Análisis de Riesgo de los Fondos, Fondos Nuevos o Cambios en el Objetivo de Inversión, y Fondos de Vida Finita | 22 |
| Apéndice E: Asignación de Calificaciones con Base en un Portafolio que Incluye Instrumentos Calificados en Escalas Internacional y Nacional | 25 |
| Apéndice F: Asignación de Calificaciones a los Fondos de Financiamiento Comercial | 27 |

Este reporte actualiza y reemplaza la "Metodología de Calificación de Fondos de Deuda", con fecha 30 de septiembre de 2019.

Metodología de Calificación de Fondos de Deuda Global- Diagrama Simplificado



^aSujeto a la relevancia del Mercado o s exigencias regulatorias
Fuente: Fitch Ratings

Marco de Referencia de la Metodología de Calificación de Fondos de Deuda Global

La Metodología de Calificación de Fondos de Deuda Global de Fitch se utiliza para asignar a un portafolio una Calificación de Calidad Crediticia de Fondos. Las calificaciones se expresan en la escala tradicional de 'AAA', con la adición de un sufijo 'f' para distinguirla de las calificaciones crediticias tradicionales que son asignadas a emisiones y emisores en forma individual. En ciertos mercados donde hay una exigencia de mercado y/o regulatoria, la metodología también puede utilizarse para asignar una Calificación de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos. Las Calificaciones de Calidad Crediticia y de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos pueden ser asignadas de forma individual o conjunta, con el fin de reflejar los riesgos de crédito y de mercado a los que están expuestos los inversionistas del fondo.

Para obtener calificaciones de fondos de deuda en la escala internacional, un fondo o portafolio debe demostrar un nivel mínimo de diversificación, de cinco deudores o más, y una concentración no excesiva (<30%) con cualquiera de esos deudores, bajo esta metodología, salvo que existan otros factores atenuantes significativos. Estos mitigantes pueden incluir exposiciones considerables a emisores de calidad alta, como soberanos, supranacionales y de entidades gubernamentales, los cuales no están cubiertos por estas consideraciones de diversificación.

Las exposiciones a deudores pueden ser directas o sintéticas, a través de derivados referenciados a un portafolio de instrumentos o a un índice. Por ejemplo, Fitch podría asignar calificaciones de fondos de deuda a un portafolio o fondo que asume posiciones en contratos *swap* de retorno total (TRS, *total return swap*), basando su análisis en la contraparte del contrato *swap* y en la calidad crediticia del portafolio subyacente de instrumentos de renta fija a los que se haga referencia en el TRS. Al final de este reporte, se presentan algunas limitaciones de la Metodología de Calificación de Fondos de Deuda.

Fitch asigna calificaciones en escala nacional en ciertos mercados en los que la escala de calificación puede ser determinada por los reguladores locales. [Para mayor información sobre cómo Fitch adapta esta metodología a las calificaciones en escala nacional, ver Anexo A: Calificaciones de Fondos de Deuda en Escala Nacional].

Analistas

EMEA

Abis Soetan
+44 20 3530 1311
abis.soetan@fitchratings.com

Minyue Wang
+44 20 3530 1406
minyue.wang@fitchratings.com

Latinoamérica
Davie Rodriguez
+1 212 908 0386
davie.rodriguez@fitchratings.com

Juan Pablo P. Haro Bayardo
+52 81 4161 7005
juanpablo.harobayardo@fitchratings.com

Norteamérica
Peter Gargiulo
+1 212 612 7762
peter.gargiulo@fitchratings.com

Kimberly Green
+1 646 582 4042
kimberly.green@fitchratings.com

- **Calificación de Calidad Crediticia del Fondo:** Esta implica una opinión sobre el perfil crediticio en general y la vulnerabilidad a pérdidas por incumplimientos en un fondo o portafolio de renta fija. Las calificaciones se basan en la calidad crediticia promedio actual y prospectiva de las posiciones del portafolio subyacente. Las calificaciones de calidad crediticia de fondos incluyen un elemento de continuidad de calificación (*rating momentum*) y, por lo tanto, toman en cuenta la probabilidad de que un portafolio logre mantener una calidad crediticia determinada, con el paso del tiempo.
- **Calificación de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos:** Esta es una opinión sobre la sensibilidad relativa del retorno total o del valor del activo neto de un portafolio ante cambios en los diferenciales de crédito (*credit spreads*) y en el nivel de las tasas de interés, así como algunos otros parámetros de riesgo de mercado, tomando en consideración los efectos del apalancamiento cuando sea aplicable. Las calificaciones de sensibilidad al riesgo de mercado de fondos no prevén la dirección o magnitud de los cambios en las condiciones de mercado y, por lo tanto, no predicen si un fondo o portafolio en particular tendrá, o hasta qué punto tendrá, un desempeño favorable o adverso en el futuro. Las calificaciones de sensibilidad al riesgo de mercado de fondos no miden la sensibilidad de un portafolio a riesgos extremos que pudiesen provenir de una liquidez menor en los mercados secundarios durante ciertos períodos.

Los portafolios con gestión activa típicamente siguen una serie de lineamientos de inversión. La agencia analiza si los lineamientos de inversión que difieren del portafolio actual deberían conducir a calificaciones más conservadoras con el fin de reflejar los cambios potenciales en los portafolios subyacentes a través del tiempo. Por ejemplo, Fitch puede asignar calificaciones a fondos de nueva creación. En dichos casos, el portafolio inicial puede no ser totalmente representativo del portafolio objetivo o de largo plazo. Por lo tanto, sujeto a revisiones legal y regulatoria satisfactorias, así como a una evaluación del administrador, Fitch puede basar sus calificaciones en un análisis conservador de los lineamientos de inversión del portafolio y la estrategia planteada por el administrador durante las conversaciones sostenidas con este. En tales casos, la agencia puede hacer ajustes adicionales en su análisis para reflejar de mejor manera los riesgos potenciales que podrían afectar al portafolio.

Por su parte, los portafolios de administración pasiva están sujetos a la composición y reglas de rebalanceo de un índice de referencia (*benchmark*) específico. La agencia considera el grado de réplica, u optimización, de un determinado portafolio al asignar y monitorear las calificaciones. En los casos en los que los portafolios nuevos o existentes tratan de replicar completamente un *benchmark*, Fitch puede asociar su análisis de las posiciones del portafolio con un análisis concurrente o retrospectivo, o ambos, del índice. Por el contrario, el análisis de Fitch para las carteras que presentan un grado menor de réplica y más optimización, puede concentrarse más en el portafolio actual. En cualquiera de los casos, Fitch puede basar sus calificaciones en un análisis más conservador del portafolio y de la vulnerabilidad del índice a una migración crediticia si el rebalanceo mensual no elimina las exposiciones subyacentes por debajo de los niveles de calificación consistentes con el portafolio actual.

Fitch puede imponer límites cualitativos en la Calificación de Calidad Crediticia del Fondo o en la Calificación de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos, o bien, puede elegir no calificar portafolios que, en opinión de Fitch, utilizan una cantidad excesiva de apalancamiento. Específicamente, si el factor de riesgo de mercado (MRF; *market risk factor*) de un portafolio [más adelante, ver sección de Metodología para las Calificaciones de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos] estuviese muy por encima del límite superior de Fitch debido al apalancamiento, Fitch podría decidir no calificar el fondo. Por ejemplo, si el MRF de un portafolio de instrumentos 'BBB' de cinco años fuera de 30 debido al apalancamiento, comparado con un 5 sin apalancamiento, Fitch consideraría el nivel de apalancamiento como excesivo y rechazaría calificar el fondo.

Revisión Legal y Regulatoria

Los marcos jurídicos en los que se establecen los fondos y los mandatos de los portafolios de inversión no son uniformes. Fitch revisa el entorno legal en el que opera un portafolio o fondo en relación con la segregación legal de los activos del fondo y sus prácticas de valuación. Esta revisión considera las dificultades potenciales que pueden surgir en la identificación de la

propiedad de los activos y, en particular, si los activos están debidamente segregados y custodiados, de manera que sean devueltos en tiempo y forma. Si Fitch identifica debilidades considerables en la segregación y custodia de los activos de un portafolio o fondo, no asignará una calificación.

Evaluación del Administrador de Inversión

Fitch evalúa al administrador de inversión responsable de la administración de portafolios e intenta establecer si el mismo está debidamente cualificado, es competente y capaz de administrar el portafolio, con una evaluación particular entre carteras administradas de forma activa y pasiva. Si esto no puede ser determinado, Fitch no calificará el fondo. Una vez que se haya completado el proceso de evaluación del administrador, se pueden calificar los portafolios. Algunas áreas de atención incluyen:

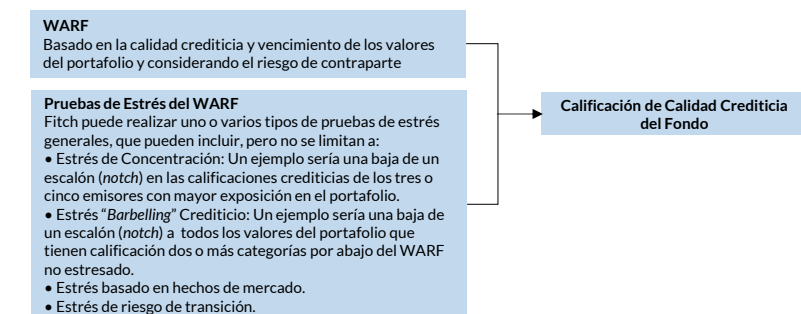
- La estabilidad financiera y de negocio del administrador de inversión, sus recursos de personal y tecnología, controles y gobierno corporativo.
- La trayectoria en la administración del tipo (clase) de activos bajo revisión.
- La experiencia del personal de inversión clave. Para administradores de inversiones o fondos nuevos, Fitch analiza la experiencia de dicho personal en la administración de mandatos o estrategias comparables.
- Controles de riesgo establecidos, incluyendo, por ejemplo, límites de exposición, pruebas de estrés, administración del riesgo de contraparte (incluidos los participantes autorizados para los ETF), y/o procedimientos de cumplimiento.

Metodología para las Calificaciones de Calidad Crediticia de Fondos

Las calificaciones de calidad crediticia de fondos se basan en la calidad crediticia promedio ponderada actual y prospectiva de las posiciones de los portafolios subyacentes. Estas calificaciones no corresponden a un momento determinado y, por lo tanto, incluyen un elemento de continuidad de calificación (*rating momentum*) para señalar la probabilidad de que un portafolio mantendrá una calidad crediticia determinada, con el paso del tiempo.

Calificación de Calidad Crediticia de Fondos – Diagrama Simplificado

Calificación de Calidad Crediticia de Fondos – Diagrama Simplificado



Fuente: Fitch Ratings

La Calificación de Calidad Crediticia del Fondo está determinada principalmente por el WARF del portafolio, considerando los instrumentos con calificación en Observación Negativa, pruebas de estrés donde la exposición es significativa como se definen en esta metodología y otras consideraciones de crédito, tales como el riesgo contraparte, la concentración y los derivados. Además, los períodos de inversión y constitución de la cartera modelo de los nuevos fondos y los períodos de desinversión de los fondos de deuda de vida finita se consideran para la calificación [Ver Apéndice D para obtener más información].

Factor Promedio Ponderado de Calificación

Fitch calcula el WARF del portafolio como el factor determinante principal de la Calificación de Calidad Crediticia del Fondo. La Calificación de Calidad Crediticia del Fondo está en gran medida guiada por la calificación señalada por el cálculo del WARF, tal como se describe en la tabla al final de esta sección. El WARF de un portafolio es la suma ponderada por valor de mercado del factor de calificación crediticia de cada instrumento del portafolio; el cual considera el vencimiento del instrumento, basado en la fecha de vencimiento legal, en la mayoría de los casos.

En determinadas y limitadas circunstancias, Fitch puede considerar una fecha de vencimiento menor que la fecha de vencimiento final legal de un instrumento del portafolio para determinar el factor de calificación crediticia de cada instrumento del portafolio. Por ejemplo, si un instrumento se beneficia de una característica de exigibilidad del inversionista, como una opción de venta (*put*), Fitch considerará la fecha de ejercicio como la fecha de vencimiento. En el caso de determinados instrumentos de financiamiento estructurado, con la posibilidad de pagos anticipados, Fitch considerará la vida media ponderada (*WAL*; *weighted average life*) de cada instrumento, ya que refleja con mayor precisión el período esperado de reembolso del principal.

Para los instrumentos perpetuos, Fitch considerará caso por caso aquellos instrumentos que cuenten con una opción de compra a discreción del emisor al decidir los plazos de vencimiento. También, aplicará un plazo de vencimiento estándar de 30 años a los instrumentos perpetuos sin opciones de compra o venta.

Los factores de calificación de Fitch se muestran en la tabla de Calificación de Calidad Crediticia de Fondos – Factores de Riesgo Crediticio. Se derivan de la observación de frecuencias de incumplimientos acumulados en 10 años, de acuerdo con el enfoque adoptado en el modelo crediticio del portafolio de Fitch. Estos factores se pueden actualizar periódicamente.

Los factores de calificación aplicados o el enfoque utilizado para determinar los factores de calificación aplicables pueden diferir en ciertos mercados nacionales para reflejar las características específicas de dicho mercado, tal como se describe en el Anexo A. El WARF de un portafolio se calcula con base en el valor de mercado (nacional, en el caso de los CDS y otros comparables) de los activos subyacentes del portafolio. Como consecuencia, la contribución de los instrumentos individuales al WARF total del portafolio cambiará con el valor de mercado de los mismos.

Fitch no considera las posiciones cortas al calcular el WARF. Para posiciones en las que el riesgo crediticio está completamente cubierto mediante derivados (por ejemplo, con el mismo notional y plazo), Fitch puede calcular el WARF de la posición utilizando el valor de mercado de la posición en derivados y la calidad crediticia de la contraparte del derivado, si está calificada. El Anexo B presenta un cálculo del WARF como ejemplo.

Calificación de Calidad Crediticia de Fondos – Factores de Riesgo Crediticio

(Por Categoría de Calificación del Instrumento Subyacente y Vencimiento Remanente)

| Vencimiento Residual | AAA | AA | A | BBB | BB | B | CCC | CC y Menor |
|----------------------|------|------|------|-----|------|------|------|------------|
| 0 – 90 días | 0.00 | 0.02 | 0.14 | 0.6 | 3.2 | 11.8 | 23.7 | 100.0 |
| 91 – 397 días | 0.01 | 0.05 | 0.3 | 0.9 | 4.5 | 19.6 | 50.0 | 100.0 |
| 398 días – 3 años | 0.05 | 0.2 | 0.6 | 1.4 | 5.8 | 23.7 | 50.0 | 100.0 |
| > 3 años | 0.14 | 0.6 | 1.6 | 3.2 | 11.8 | 23.7 | 50.0 | 100.0 |

Fuente: Fitch Ratings

El WARF se calcula en el nivel de categoría (ejemplo: BBB) en lugar del nivel de escalón (*notch*) (ejemplo: BBB+), lo que da lugar a rangos de WARF más amplios y permite una rotación normal del portafolio, al mismo tiempo que fomenta la estabilidad de las calificaciones. El WARF representa el riesgo crediticio promedio de un portafolio y ayuda a comparar la calidad crediticia intrínseca entre diferentes portafolios.

Cálculo del WARF Factores Aplicados a Instrumentos que solo Tienen Calificaciones de Corto Plazo (CP)

| Calificación CP | Factor |
|-----------------|--------|
| F1+ | AA |
| F1 | A |
| F2 | BBB |
| F3 | BBB |

Fuente: Fitch Ratings

En el cálculo del WARF, Fitch asume que todos los instrumentos sujetos a una calificación con Observación Negativa (o nomenclatura comparable bajo otras escalas de calificación) son calificados un *notch* por debajo de la calificación asignada. Este tratamiento solo afecta a las calificaciones que están a punto de caer en otra categoría de calificación (por ejemplo, una AA- que podría descender a categoría A). No se hace ningún ajuste comparable en el caso de instrumentos a los que se les ha asignado una calificación en observación positiva o aquellos instrumentos sujetos a una Perspectiva, Positiva o Negativa. En el caso de instrumentos que solo tienen una calificación de corto plazo, Fitch utiliza las conversiones detalladas en la tabla del margen a la izquierda.

En el caso de fondos altamente concentrados o fondos basados en derivados con pocas contrapartes, Fitch puede vincular la calificación del fondo a la de la contraparte o del deudor con más baja calificación. Específicamente, si un fondo tiene más de cinco pero menos de 10 exposiciones de deuda, distintas a emisiones gubernamentales, supranacionales y de entidades gubernamentales, de calidad alta, y cualquiera de ellas excede 30% del portafolio total, Fitch vinculará la Calificación de Calidad Crediticia del Fondo a la del deudor o contraparte con calificación más baja.

Fitch utiliza en su análisis las calificaciones específicas de cada emisión que toman en consideración la subordinación y colateralización potencial. Fitch empieza por sus propias calificaciones. cuando estas no están disponibles, aplica la calificación más baja entre las asignadas por otras calificadoras reconocidas a nivel mundial. Cuando un fondo invierte significativamente en posiciones diversificadas sin calificación (como índices de CDS, fondos o ETF), Fitch realizará un análisis completo de las exposiciones subyacentes basado en la información disponible y utilizará una estimación de la calificación promedio ponderada (o WARF) de la posición en su cálculo del WARF del fondo. Si la posición diversificada es un fondo del mercado de dinero (mercado monetario) regulado sin calificación, Fitch estimará el factor de crédito del portafolio del fondo subyacente para determinar la calificación del fondo en su cálculo del WARF. Para un CDS de una sola entidad, Fitch considera la calificación de la entidad de referencia.

En el caso de activos que no son públicamente calificados por cualquiera de las calificadoras reconocidas a nivel mundial, Fitch asumirá que el activo está calificado en 'CCC' para propósitos del cálculo del WARF. Hay excepciones en este enfoque: la primera, si Fitch mantiene o solicita al equipo analítico pertinente de Fitch que proporcione una opinión de crédito, una calificación monitoreada de forma privada, o una calificación mínima estimada; la segunda, en limitadas circunstancias, la agencia podría considerar las evaluaciones crediticias del administrador del fondo, si el comité de calificación de Fitch considerara que las mismas son comparables a la propia evaluación crediticia interna de la agencia. El enfoque en cuestión, sin embargo, solo se aplicaría caso por caso y Fitch esperaría que los instrumentos cuyas calificaciones se obtuvieran de esta manera fueran 10% o menos del portafolio. La tercera, Fitch puede, en circunstancias específicas descritas en los apéndices de esta metodología y/o en las metodologías relacionadas, imputar calificaciones de referencia para filiales no calificadas de compañías matrices calificadas, a efectos de su cálculo de WARF.

Lineamiento de Rangos del WARF

| Rango de WARF (>=, <) | Calificación de Calidad Crediticia del Fondo Implícita por WARF |
|-----------------------|---|
| 0.0 - 0.3 | AAA |
| 0.3 - 0.9 | AA |
| 0.9 - 2.1 | A |
| 2.1 - 6.1 | BBB |
| 6.1 - 15.8 | BB |
| 15.8 - 32.4 | B |
| 32.4 - 100 | CCC e inferiores |

Fuente: Fitch Ratings

Cálculo del WARF

Factores Aplicados a Instrumentos que solo Tienen Calificaciones de Corto Plazo (CP)

| Calificación CP | Factor |
|-----------------|--------|
| F1+ | AA |
| F1 | A |
| F2 | BBB |
| F3 | BBB |

Fuente: Fitch Ratings

Riesgo de Contraparte

Los portafolios pueden estar expuestos al riesgo de contraparte por distintas fuentes, incluidas operaciones de reporto, contratos *swap* o depósitos de efectivo. Las exposiciones de contrapartes no monetarias no sujetas a ajustes frecuentes de márgenes y niveles apropiados de colateralización (resguardo de garantías) no son exposiciones elegibles en los fondos calificados por Fitch. En el caso de acuerdos de recompra (reporto) en las que el fondo es el prestamista (reportador), Fitch empleará el marco que se describe a continuación para evaluar el reporto basado en la calidad crediticia de la contraparte y del colateral subyacente.¹

(En los reportos con contrapartes no calificadas que son filiales de instituciones financieras calificadas, Fitch se basará en las calificaciones de la casa matriz, excepto en circunstancias en las que la agencia considere que el perfil crediticio de la filial no calificada no estaría vinculado a la calificación de su matriz).

Cuando la operación de reporto esté completamente respaldada por un colateral líquido con calidad crediticia superior a la de la contraparte (por ejemplo, instrumentos gubernamentales con calificaciones altas), cuando haya una visibilidad amplia sobre la composición del colateral y se espere que dicha composición permanezca consistente, además de que la operación de reporto esté regulada por un régimen jurídico en virtud del cual solamente haya una probabilidad remota de riesgo de retención (tal como se define en la convención estándar de mercado desarrollado, por ejemplo: en el protocolo de retención ISDA de EE. UU.) del colateral del reporto en caso de incumplimiento de la contraparte, entonces Fitch puede considerar la calidad crediticia del colateral subyacente en sus cálculos del WARF y del MRF.

La tabla siguiente muestra el marco de Fitch sobre los reportos. Fitch utilizará la calificación del colateral cuando esta tenga una calificación superior a la de la contraparte, o la calificación de la contraparte cuando el colateral tenga una calificación inferior. Del mismo modo, Fitch considerará el vencimiento del reporto cuando la contraparte tenga grado de inversión, o el vencimiento del colateral subyacente cuando la contraparte este por abajo del grado de inversión o no tenga calificación.

Matriz de Calidad Crediticia Asumida y Vencimiento para Reportos

| Calidad Crediticia del Colateral | Calificación de Contraparte | |
|----------------------------------|--|--|
| | Contraparte con Grado de Inversión, o Considerada Equivalente | Contraparte Sin Grado de Inversión, o Considerada Equivalente |
| | Mayor que la Contraparte | Menor que la Contraparte |
| | Crédito: Calificación del Colateral Vencimiento: mismo que el Reporto | Crédito: Calificación del Colateral Vencimiento: mismo que el Colateral |
| | Crédito: Calificación de la Contraparte Vencimiento: mismo que el Reporto | Crédito: Calificación del Colateral Vencimiento: mismo que el Colateral |

Para colaterales diferentes a renta fija, se aplica un factor de calificación 'CCC' y una duración de 30 años a los cálculos de WARF y MRF.

Las operaciones de reporto no colateralizadas por colateral de calidad alta con calificación superior a la de la contraparte o expuestas a riesgo de retención en caso de quiebra se tratan como exposición crediticia directa, no garantizada, a la contraparte.

Efectivo

Los fondos pueden tener saldos de efectivo en depósitos bancarios o invertidos en instrumentos del mercado de dinero (mercado monetario). Fitch trata tales exposiciones como cualquier otra

¹ En los acuerdos de reporto con contrapartes no calificadas que son filiales de instituciones financieras calificadas, Fitch buscará las calificaciones de la compañía matriz, excepto cuando crea que el perfil crediticio de la filial no calificada no estaría vinculado a la calificación de la matriz

exposición en su análisis. Por ejemplo, Fitch utilizaría un factor de calificación de 0.01 para un depósito a plazo de 60 días con un banco con calificación de A.

Algunos fondos pueden dejar efectivo no invertido en el banco custodio del fondo. En tales casos, Fitch utiliza el factor de calificación correspondiente a la calidad crediticia del banco en el cálculo del WARF de su portafolio, a menos que existiese una segregación completa de los saldos en efectivo no invertidos en el custodio del fondo y cuando dicho efectivo esté legal y operativamente separado de otros acreedores bancarios, como se establece en la norma UCITS V. En estos casos, se aplica un factor de calificación de 0 para el cálculo del WARF cuando Fitch disponga de información que respalde dicha segregación.

Otros fondos, como los LGIP de EE.UU., pueden invertir algunas veces en programas de depósitos patrocinados por un determinado estado de EE.UU. y destinados a permitir que las entidades del sector público inviertan en depósitos colateralizados o con mejoras de crédito. Fitch evaluará la calidad crediticia de estos programas en función de sus condiciones, que pueden incluir características como la sobrecolateralización de los depósitos o las garantías conjuntas y solidarias entre las entidades de depósito. En el caso de garantías con responsabilidad solidaria, Fitch imputará una calificación para el programa basada en las calificaciones de los dos bancos con mayor calificación que participen en el programa, como se muestra en la tabla siguiente. Esta calificación imputada permite un colchón en relación con las calificaciones de los bancos en caso de que los bancos que garantizan los depósitos bajen de calificación o salgan del programa. Fitch reevaluará periódicamente las condiciones de estos programas de depósitos y los bancos participantes.

Calidad Crediticia Asumida para los Programas de Depósitos con Responsabilidad Solidaria

| | | Banco con Mejor Calificación | | | | | | | |
|--------------------------------|------|------------------------------|-----|-----|-----|----|------|------|------|
| Segundo Banco Mejor Calificado | | AAA | AA+ | AA | AA− | A+ | A | A− | BBB+ |
| | AAA | AA+ | | | | | | | |
| | AA+ | AA | AA | | | | | | |
| | AA | AA | AA− | AA− | | | | | |
| | AA− | AA | AA− | A+ | A+ | | | | |
| | A+ | AA | AA− | A+ | A | A | | | |
| | A | AA | AA− | A+ | A | A− | A− | | |
| | A− | AA | AA− | A+ | A | A− | BBB+ | BBB+ | |
| | BBB+ | AA | AA− | A+ | A | A− | BBB+ | BBB | BBB |

En el caso de los programas de depósitos que se benefician de una garantía o de una carta de crédito (LOC; *letter of credit*) pagadera al fondo, Fitch tendrá en cuenta la calificación del garante y el vencimiento declarado del depósito. En otros casos en los que no se proporcione una garantía pero los depósitos estén colateralizados, y el fondo o un custodio tenga acceso directo al colateral, Fitch considerará la calificación del banco depositario, así como la del colateral, utilizando los mismos criterios descritos anteriormente para los reportos.

Metodología para las Calificaciones de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos

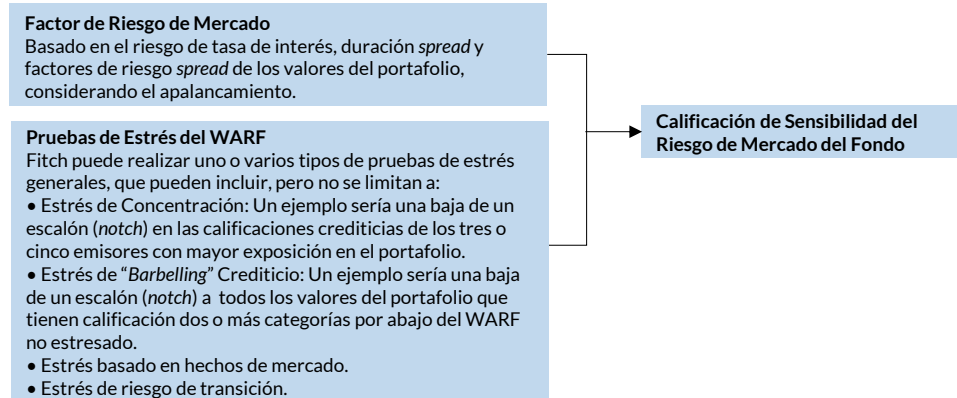
En determinados casos, sujeto a la relevancia en el mercado o a la exigencia regulatoria, Fitch puede asignar calificaciones de sensibilidad al riesgo de mercado de fondos, además de calificaciones de calidad crediticia del fondo. Las calificaciones de sensibilidad al riesgo de mercado de fondos están basadas principalmente en el análisis de la duración de tasa de interés (duración modificada/efectiva) y duración de diferencial de tasas (duración *spread*) del portafolio de un fondo, y ajustadas para efectos del apalancamiento (cuando sea aplicable), medidos por el MRF de Fitch descrito abajo. Las calificaciones de sensibilidad del fondo al riesgo de mercado se expresan en una escala que va de 'S1' (sensibilidad muy baja) a 'S6' (sensibilidad muy alta).

Calificaciones de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos

| Sensibilidad al Riesgo de Mercado | Calificación de Sensibilidad del Fondo al Riesgo de Mercado | Factor de Sensibilidad al Riesgo de Mercado ^a (>=, <) |
|-----------------------------------|---|--|
| Muy bajo | S1 | <2.0 |
| Bajo | S2 | 2.0-4.0 |
| Moderado | S3 | 4.0-7.5 |
| Moderado a alto | S4 | 7.5-12.5 |
| Alto | S5 | 12.5-17.5 |
| Muy alta | S6 | >17.5 |

^a En algunos mercados nacionales se pueden aplicar diferentes rangos con el fin de reflejar características estructurales y de regulación de ese mercado específico tal y como se describe en el Anexo A.
Fuente: Fitch Ratings

Calificación de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos – Diagrama Simplificado



Fuente: Fitch Ratings

Análisis del Riesgo de Mercado: Factor de Riesgo de Mercado de Fitch

El análisis del MRF de un portafolio sirve como la herramienta principal para asignar las calificaciones de sensibilidad al riesgo de mercado de fondos.

El MRF de un portafolio se calcula combinando la duración modificada de un portafolio y la duración *spread* ajustada por riesgo de los instrumentos en el portafolio, y ajustando el resultado para los efectos de cualquier apalancamiento. El peso de un instrumento es la proporción del valor de mercado de un portafolio representada por dicho instrumento. Como regla general, cuanto más alto es el MRF del portafolio, más alta es su sensibilidad a la tasa de interés, *spread* y otras variables de riesgo de mercado.

Otros factores de riesgo de mercado que Fitch puede considerar en su análisis incluyen el riesgo de concentración, el riesgo cambiario, las estrategias de cobertura y otros riesgos.

Riesgo de Tasa de Interés

La medida principal de riesgo de tasa de interés de Fitch es la duración modificada; es decir, la sensibilidad del valor de mercado a cambios en los niveles de tasas de interés, suponiendo un cambio paralelo en la curva de rendimiento. Fitch evalúa el riesgo de tasa de interés mediante el análisis de la duración modificada a niveles de instrumentos individuales y portafolio. La agencia puede también calcular el vencimiento promedio ponderado del portafolio (PPP) a la fecha de revisión de la tasa de interés en su análisis de riesgo de tasa de interés como sustituto conservador de la duración modificada. En los casos en que las posiciones subyacentes de un fondo incluyan instrumentos con opciones incorporadas, como los instrumentos respaldados

por hipotecas, Fitch puede utilizar la duración efectiva para medir con mayor precisión el riesgo de tasa de interés. Cuando un fondo invierte en posiciones diversificadas (como índices de CDS, fondos o ETF), Fitch llevará a cabo un análisis de las exposiciones subyacentes y utilizará las calificaciones crediticias y la duración promedio ponderadas de la posición en su cálculo de MRF.

Riesgo Spread

El riesgo *spread* considera la sensibilidad del valor de mercado del portafolio a cambios en *spreads* crediticios. Estos reflejan una prima de riesgo demandada por el mercado por tenencia de instrumentos de calidad “menor” en lugar de instrumentos de “la calidad más alta” (por lo general, gubernamentales), por razones crediticias, técnicas o de liquidez.

El riesgo *spread* puede medirse calculando la duración *spread* de un portafolio² (la sensibilidad a *spreads* crediticios cambiantes) y ajustando ese cálculo de acuerdo con un factor de riesgo *spread*. En su análisis de riesgo *spread*, Fitch también puede calcular la vida promedio ponderada (VPP) de un portafolio como indicador conservador de duración *spread*. (En el caso de los bonos y obligaciones de tasa fija, la duración del *spread* es la misma que la primera métrica de duración).

Los factores de riesgo *spread* de Fitch, detallados en la tabla de abajo, se basan en la volatilidad histórica de los CDS en combinación con un análisis sobre la volatilidad observada del rendimiento del índice de renta fija a cada nivel de calificación, dado que la amplitud y disponibilidad de los datos sobre los CDS pueden variar. Por lo tanto, el análisis que respalda el desempeño de estos factores considera tanto la sensibilidad a los movimientos de *spread*, medida por la duración *spread* del fondo, como el nivel relativo de la volatilidad del *spread* observado históricamente.

Fitch no aplica factor de riesgo *spread* alguno a los instrumentos de “la calidad más alta”, es decir, aquellos con calificación AAA, y aplica un factor de riesgo *spread* incremental en el nivel AA. Los factores de riesgo *spread* de Fitch aumentan en la medida en que la calidad crediticia disminuye.

Factores de Riesgo Spread^a

| | AAA | AA | A | BBB | BB | CCC e B Inferiores |
|--------------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----------------------|
| Factor de Riesgo Spread | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 1.0 | 2.0 | 4.0 7.0 |

^a Basados en un análisis sobre la volatilidad de *spread* de CDS corporativos no financieros del período 2007-2022 de Fitch Solutions y sobre la volatilidad del retorno total del índice de mercado global del mercado de renta fija de Bank of America Merrill Lynch para el período 1997-2022. Los factores de riesgo *spread* están basados en la volatilidad de los CDS observados en comparación con aquellos observados en el nivel ‘AA’.

Fuente: Fitch Ratings

El riesgo *spread* se calcula multiplicando la duración *spread* del instrumento por el factor de riesgo *spread* que corresponde a la calidad crediticia de dicho activo. Este cálculo se lleva a cabo a nivel individual de cada instrumento. Un ejemplo de este cálculo se presenta en el Anexo B.

Fitch reconoce que algunos tipos de activos pueden tener sensibilidades al riesgo *spread* que difieren de los supuestos incorporados en sus factores de riesgo *spread* principales. Por consiguiente, como parte de su análisis de calificación, Fitch revisa las exposiciones por tipo de activo, geografía y por tipo de instrumento de los fondos que califica. Si Fitch determina que el fondo tiene más de aproximadamente una cuarta parte de su portafolio en instrumentos en los que la sensibilidad absoluta o relativa al riesgo *spread* exhibe volatilidades considerablemente diferentes a las observadas en los *spread* de CDS y a volatilidades de índices de renta fija de los cuales se derivan los factores de riesgo *spread*, la agencia podrá aplicar ya sea un ajuste cualitativo a la calificación de sensibilidad al riesgo de mercado, derivado de sus factores de riesgo *spread* principales, o ajustar los factores de riesgo *spread* utilizados en su análisis de calificación.

Este tratamiento será divulgado en el comentario de acción de calificación (RAC; *rating action commentary* o comunicado de prensa) asociado. Fitch utilizará los factores de riesgo *spread*

² En el caso de bonos de tasa fija y obligaciones/notas/pagarés, la duración *spread* de un portafolio es igual a la primera métrica de duración.

estándar en los mercados en los que, debido a la falta de datos, no pueda determinar de forma fiable que la sensibilidad al riesgo *spread* sea diferente.

$$\text{MRF} = \text{Duración Modificada} + (\text{Duración Spread} \times \text{Factor de Riesgo Spread})$$

Los portafolios pueden conformarse de sensibilidad muy baja al riesgo de tasa de interés y una exposición considerablemente mayor al riesgo *spread*, invirtiendo fuertemente en instrumentos de tasa variable. Dado que los instrumentos de tasa variable, típicamente, se reajustan cada trimestre, un portafolio compuesto en gran medida por ese tipo de instrumentos tendrá riesgo de tasa de interés muy bajo (90 días o menos para ser precisos), pero el vencimiento final de estos instrumentos puede ser más largo, lo que tendrá como consecuencia un riesgo *spread* más alto. Por lo tanto, el MRF calculado para dichos fondos puede ser bajo, especialmente para los portafolios de mayor calificación. Fitch se reserva el derecho de aplicar ajustes cualitativos al cálculo del MRF para reconocer esta estrategia de *barbelling* de riesgos.

Riesgo Cambiario

Los portafolios pueden incluir activos o pasivos en múltiples monedas sin cobertura cambiaria. El impacto del riesgo cambiario se evalúa respecto a la moneda base del portafolio en que se hace la inversión. Si Fitch considera que un fondo tiene un riesgo cambiario significativo, puede aplicar un ajuste cualitativo al MRF.

Un portafolio conformado por un conjunto de instrumentos denominados en diferentes monedas pero que ofrece a los inversionistas la opción de elegir la moneda de denominación de su participación puede tener diferentes calificaciones de sensibilidad al riesgo de mercado de fondos para cada tipo de moneda.

Cualquier conversión subsecuente de rendimientos de la moneda en la que está denominado el fondo a la moneda base particular propia (o contable) de los inversionistas no se contabiliza y, en consecuencia, este riesgo puede ser o no ser cubierto por ellos.

Cobertura

Algunos portafolios pueden usar instrumentos derivados para cubrir el riesgo de mercado o administrar sus exposiciones de riesgo de forma más dinámica. En su evaluación, Fitch distingue entre cobertura sistemática y ajuste o negociación discrecional. El reconocimiento de la cobertura sistemática podría darse en la Calificación de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos si el administrador demostrara su capacidad estructural para reducir la sensibilidad al riesgo de mercado a través de estas posiciones.

Un fondo puede utilizar *swaps* de tasa de interés (u otros instrumentos) para reducir la sensibilidad del portafolio al riesgo de tasa de interés. Si el administrador en este ejemplo demuestra a Fitch que la estrategia de cobertura es eficaz y se aplica de forma consistente, además de que el administrador ha presentado capacidades de gestión de coberturas, entonces Fitch considerará los resultados en su análisis. En este ejemplo, Fitch basaría su cálculo del MRF en una duración modificada más baja que la implícita por las posiciones actuales del portafolio, debido a la eficacia del mecanismo de cobertura de tasa de interés. Fitch considera la calidad de la contraparte como se describe en la sección previa de Riesgo Contraparte.

Apalancamiento (Financiero y Económico)

Los portafolios pueden emplear el apalancamiento para alcanzar sus objetivos. Muchos derivados o instrumentos estructurados pueden crear un apalancamiento factual o económico, ofreciendo a los inversionistas mayores rendimientos con una inversión inicial menor, a costa de una volatilidad mayor de los precios y de la rentabilidad total. En estos casos, Fitch tendrá en cuenta este apalancamiento económico en su análisis. Por ejemplo, un fondo puede utilizar *swaps* de tasa de interés o ir largo en futuros de bonos para aumentar la sensibilidad del portafolio a los cambios en las tasas de interés. En este caso, Fitch basaría su cálculo del MRF en una duración más alta que la implícita en las posiciones reales del portafolio debido al efecto de dichos derivados. Fitch considera la calidad de las contrapartes como se indica en la sección anterior sobre el Riesgo de Contraparte.

Los portafolios también pueden emplear el apalancamiento financiero para lograr sus objetivos de inversión. Esto se hace normalmente a través de acuerdos de préstamos titularizados (en

particular, contratos de reporto inversos), líneas bancarias, financiación de márgenes u otros servicios similares a la deuda.

Al evaluar el impacto del apalancamiento financiero en las carteras, Fitch aplica un multiplicador a su MRF de forma lineal. Partiendo de la fórmula estándar, el cálculo del MRF puede ser el siguiente:

$$\text{MRF} = [\text{Duración Modificada} + (\text{Duración Spread} \times \text{Factor de Riesgo Spread})] \times \text{Apalancamiento}$$

Pruebas de Estrés

A menos que se considere que no es un ejercicio significativo, como en el caso de un portafolio altamente granular, de calidad crediticia alta y administrado activamente, Fitch complementa su marco de análisis general de portafolios con pruebas de estrés basadas en principios. Estas pruebas de estrés se enfocan en evaluar la sensibilidad del portafolio a la migración crediticia negativa (reducción de calificación). Dependiendo de las características de un portafolio o del margen de calificación implícito en los cálculos del WARF y/o MRF base de un portafolio, Fitch puede realizar uno o varios tipos de pruebas de estrés generales, normalmente en el momento de las calificaciones iniciales y las revisiones continuas y/o en respuesta a la evolución del mercado. Los tipos de pruebas de estrés y los ejemplos de los formatos que pueden adoptar incluyen, pero no se limitan a, los siguientes.

Estrés de Concentración: Fitch puede desarrollar escenarios supuestos de reducción de calificación basados en la exposición a emisores específicos, en particular cuando el(los) emisor(es) representa(n) una porción relativamente grande (5% o más para un emisor, si no está colateralizado, por ejemplo) de las posiciones del fondo y/o en relación con las exposiciones más grandes a largo plazo. Ejemplos de estas pruebas de estrés serían reducir la calificación crediticia de las mayores tres y mayores cinco exposiciones a emisores en un *notch*.

Estrés de *Barbelling* Crediticio: Fitch puede desarrollar escenarios supuestos de reducción de la calificación basados en la distribución de las calificaciones para detectar el efecto de "*barbelling*" del crédito. Un ejemplo de esta prueba de estrés sería reducir en un *notch* todos los instrumentos del portafolio que estén calificados dos categorías o más por debajo del nivel de calificación implícito en el WARF (no estresado) del fondo y recalcular el WARF.

Estrés Basado en el Mercado: Si los emisores de una jurisdicción o de un sector en particular experimentan condiciones crediticias adversas, Fitch puede asumir reducciones de calificación (potencialmente de diferentes magnitudes si se consideran múltiples escenarios de estrés) para los emisores relevantes de esa jurisdicción o sector.

Estrés de Transición: Fitch puede suponer escenarios de reducción de la calificación a nivel de portafolio que representan una potencial migración a la baja de las calificaciones, con base en datos históricos de transición, para los portafolios administrados de forma pasiva, que podrían ser incapaces de vender activamente o eliminar las exposiciones degradadas, o donde el rebalanceo potencial no compense suficientemente la migración crediticia.

Al aplicar cualquiera de estos factores de estrés, Fitch recalcularía las puntuaciones del WARF y del MRF del portafolio teniendo en cuenta estas supuestas reducciones de calificaciones. Los comités de calificación individuales juzgarán la idoneidad de los escenarios al momento de determinar la relevancia en la Calificación de Calidad Crediticia del Fondo y la Calificación de Sensibilidad al Riesgo de Mercado del Fondo de un portafolio. El comité tendrá en cuenta la severidad de los estreses aplicados y los resultados bajo diferentes escenarios (si se considera más de uno). Fitch utilizará los resultados de las pruebas de estrés para evaluar el riesgo de la cartera de un fondo y la capacidad de la administración del fondo para mitigar el riesgo de migración crediticia.

En el caso de fondos cuyos WARF son particularmente sensibles a las pruebas de estrés, o cuando un potencial rebalanceo no compense suficientemente la migración crediticia, Fitch puede asignar calificaciones más bajas, incluso mediante la aplicación de modificadores de calificación (+ y -) a la Calificación de Calidad Crediticia del Fondo para reflejar el riesgo relativo del fondo dentro de la categoría de calificación. (Como práctica general, Fitch no aplica modificadores de calificación [+ y -] en la emisión de Calificaciones de Calidad Crediticia de Fondos, pero puede hacerlo en circunstancias limitadas, como para reflejar una debilidad relativa de un fondo dentro de su categoría de calificación debido a resultados débiles de la(s)

prueba(s) de estrés, u otras razones [por ejemplo, para reflejar un techo de calificación de un país], lo cual será divulgado en los RAC). Esto también se aplicaría a las estrategias administradas de forma pasiva, como los ETF que siguen índices, que pueden ser incapaces de vender o eliminar activamente las exposiciones degradadas. Del mismo modo, en el caso de los fondos cuyos MRF son particularmente sensibles a las pruebas de estrés, Fitch puede ajustar las calificaciones para reflejar una sensibilidad mayor al riesgo de mercado que la que implica el MRF.

Además, cuando los resultados de las pruebas de estrés de Fitch sugieren una debilidad importante en el perfil crediticio de un fondo, Fitch puede colocar las calificaciones del fondo en Observación Negativa o Perspectiva Negativa, o reducirlas, salvo que el administrador de inversiones planee medidas correctivas u otros factores atenuantes. En última instancia, los comités de calificación individuales determinarán la relevancia de cualquier escenario de prueba de estrés y los resultados para las calificaciones.

Seguimiento

Fitch revisa la información actual e histórica de los fondos calificados como parte de su proceso de actualización y mantenimiento de sus calificaciones.

Fitch requiere que los fondos calificados proporcionen información periódica sobre las posiciones que mantienen. En la mayoría de los casos, Fitch requiere esta información al menos mensualmente, salvo situaciones en las que las restricciones de regulación establezcan que la frecuencia de suministro de información sea reducida. Si la composición histórica del portafolio y el marco operativo y naturaleza del fondo brindan pruebas de estabilidad (por ejemplo, fondos de pensiones con estrategias de compra y retención), Fitch podría requerir la información con menos frecuencia. La agencia evaluará dichas instancias caso por caso para determinar dicha frecuencia.

La fuente de información para el seguimiento puede ser el administrador del fondo, un custodio o un administrador, normalmente.

Como mínimo, Fitch requiere la siguiente información sobre las posiciones del portafolio:

- Nombre del instrumento e identificadores relevantes (clave de pizarra, nemotécnico, ISIN o CUSIP, cuando aplique);
- Exposición a valor de mercado actual (nocional para CDS) en la moneda base del fondo.
- Fitch también puede solicitar información adicional para apoyar su análisis, como la que se describe a continuación:
 - Vencimiento esperado (VPP para instrumentos con garantía o fecha de opción de venta, si el inversionista tiene la opción);
 - Vencimiento legal;
 - Siguiendo fecha de revisión de tasa;
 - Calificaciones actuales de emisiones específicas (incluyendo observaciones y perspectivas cuando sea aplicable);
 - Moneda;
 - Tipo de activo.

En sus reuniones periódicas con los administradores de los fondos calificados, Fitch discutirá las estrategias de cobertura (cuando aplique).

Fitch reconoce que, en circunstancias limitadas, algunos cambios en los parámetros clave del portafolio podrán salirse moderada y temporalmente de la metodología de calificación que Fitch utiliza para sus calificaciones asignadas. Por ejemplo, la reducción de calificación de un activo subyacente o retiros de recursos pueden aumentar moderadamente el WARF del portafolio por encima del límite de la categoría de calificación actual. Si bien las desviaciones significativas o continuas de la metodología tendrán implicaciones de calificación, a menudo existe una base razonable para un período corto de gracia, siempre que el administrador de inversiones haya

propuesto acciones correctivas creíbles y alcanzables en el corto plazo para resolver o mitigar el riesgo. Fitch evaluará dichas instancias caso por caso para determinar si los cambios son significativos para las calificaciones.

Variaciones Metodológicas

La metodología de Fitch está diseñada para utilizarse en conjunto con un juicio analítico experimentado ejercido a través de un proceso de comité. La combinación de una metodología transparente, juicio analítico aplicado sobre la base de transacción por transacción o emisor por emisor, así como la divulgación completa a través de comentarios de calificación, consolida el proceso de calificación de Fitch al mismo tiempo que ayuda a los participantes del mercado a comprender el análisis que respalda nuestras calificaciones.

Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de estas metodologías para reflejar los riesgos de una transacción o una entidad en específico. Tales ajustes se denominan “variaciones”. Todas las variaciones se divulgarán en los respectivos comentarios de acción de calificación, incluyendo su impacto en la calificación en su caso.

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificación cuando el riesgo, característica u otro factor relevante para la asignación de una calificación y los criterios aplicados a la misma son incluidos dentro del alcance de la metodología, excepto cuando el análisis descrito en estos requiere modificarse para abordar factores específicos a la transacción o entidad.

Limitaciones

El análisis y las decisiones de calificación se basan en información pública y no pública relevante. Las fuentes principales de esta información son el emisor y/o administrador del fondo y el dominio público. Esto incluye información relativa al fondo disponible al público, como estados financieros auditados y no auditados (por ejemplo, provisionales) y cumplimientos normativos. El proceso de calificación puede incorporar información proporcionada por terceros. La fuente de información relevante que sea significativa para la calificación es divulgada en cada comentario de acción de calificación.

Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual en la que se basa, de acuerdo con su metodología de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que estas estén disponibles para un instrumento o jurisdicción determinada. Los emisores pueden optar por no compartir cierta información con terceros, incluyendo agencias calificadoras, en cualquier momento. Si bien Fitch espera que cada emisor que ha acordado participar en el proceso de calificación, o sus agentes, proporcionen con prontitud toda la información relevante para evaluar tanto la calificación del emisor como todos los instrumentos pertinentes, Fitch no tiene, ni buscará, el derecho de imponer la divulgación de información por cualquier emisor o cualquiera de sus agentes.

Este es un reporte maestro global de metodología no crediticia direccionado a las escalas internacional y nacional de la calificador. No todos los factores de calificación de esta metodología pueden aplicar a cada acción de calificación. Cada comentario de acción de calificación o informe de calificación específico analizará los factores más relevantes para la acción de calificación individual.

El enfoque principal de esta metodología son los portafolios de instrumentos de deuda, tales como fondos de bonos y préstamos, fondos de bonos de corto plazo, LGIP, fondos de títulos de ETF, y carteras administradas de instrumentos de deuda de renta fija. Estos fondos pueden contener una variedad de instrumentos de deuda, tales como bonos y préstamos, bancarios, instrumentos de deuda soberana y estructurados. En general, Fitch califica fondos del mercado de dinero bajo su metodología denominada “[Money Market Fund Rating Criteria](#)”.

Este reporte no contempla las calificaciones de la deuda emitida por fondos cerrados apalancados en Estados Unidos y fuera de este país regulados por la Ley de Sociedades de Inversión de 1940 con sus ajustes (Ley de Compañías de Inversión de 1940). Estos fondos se abordan específicamente en el reporte de metodología de Fitch “[Closed-End Funds and Market Value Structures Rating Criteria](#)”.

Las Calificaciones de Calidad Crediticia de los Fondos miden el riesgo crediticio agregado de un portafolio y no miden el riesgo de impago esperado para un fondo en sí mismo. Por lo general, los fondos no pueden incurrir en impagos, sino que experimentan cambios en su rentabilidad total y/o en el valor de los activos netos disponibles para los inversionistas del fondo.

Otra limitación para las calificaciones de fondos de deuda de Fitch incluye el riesgo de evento. Este se define como un acontecimiento imprevisto que, hasta que el evento es conocido, no está incluido en las calificaciones existentes. Los riesgos de evento más relevantes para los fondos incluyen cambios súbitos, dramáticos e inesperados en los precios o liquidez de los mercados financieros, decisiones regulatorias adversas, litigios y reembolsos masivos impulsados por los factores antes mencionados o por algunos otros. Las calificaciones pueden incluir ya un supuesto razonable de que un fondo es vulnerable a los eventos de los mercados financieros o presiones regulatorias, pero los detalles del evento y su efecto no se conocerán hasta que el evento sea divulgado o concluido, punto en el cual se podrá determinar el efecto en las calificaciones. Fitch no proporciona una opinión sobre el riesgo de amortización anticipada que podrían enfrentar los inversionistas para fondos abiertos.

Limitaciones Adicionales:

- Las calificaciones no predicen un nivel o rango específico de desempeño de un portafolio sobre un período de tiempo.
- Las calificaciones no brindan opiniones sobre la conveniencia o no conveniencia de un portafolio para inversión o cualquier otro propósito.
- Las calificaciones de calidad crediticia de fondos no ofrecen una opinión sobre alguna calidad relacionada con un portafolio que no sea la calidad promedio crediticia actual y prospectiva del portafolio invertido.
- Las calificaciones de la sensibilidad al riesgo de mercado de los fondos solo ofrecen opiniones sobre aspectos determinados, como la sensibilidad de los retornos totales de un portafolio o los cambios en el valor neto de los activos a los cambios supuestos en los *spread* crediticios y las tasas de interés. También ofrecen puntos de vista de otros parámetros de riesgo de mercado y tienen en cuenta los efectos del apalancamiento, si procede.
- Las Calificaciones de Calidad Crediticia de Fondos no incorporan una opinión sobre el riesgo de redención de ningún fondo calificado. En consecuencia, las calificaciones no consideran la posibilidad de que los fondos calificados suspendan las redenciones o apliquen otras medidas extraordinarias de gestión de la liquidez.

Las calificaciones de sensibilidad al riesgo de mercado de fondos no predicen la dirección o magnitud de los cambios en tales condiciones de mercado y, por lo tanto, no predicen si, o la medida en que, cualquier fondo en particular o portafolio se desempeñará de forma favorable o adversa en el futuro. Las calificaciones de sensibilidad al riesgo de mercado de fondos no estiman la sensibilidad de un portafolio a riesgos extremos que pueda resultar de liquidez reducida en los mercados secundarios durante ciertos períodos o, en el caso de fondos cerrados, los efectos de los precios del mercado secundario en las acciones de los fondos.

Para obtener las definiciones de la calificación de calidad crediticia y la Calificación de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos, consulte el sitio web de Fitch Ratings: https://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings_defintions/index.cfm.

Apéndice A: Calificaciones de Fondos de Deuda en Escala Nacional

Fitch asigna calificaciones de fondos de deuda en escala nacional a fondos que operan en países donde, por ciertos factores de calificación, no aplica una comparación con calificaciones internacionales. En dichos casos, esos factores son evaluados con base en las características del mercado local. Cada escala de calificación nacional es única y es definida para atender las necesidades de su mercado local. Las comparaciones entre distintas escalas nacionales o entre una escala nacional individual y la escala de calificación internacional son inapropiadas y potencialmente engañosas.

En consecuencia, las calificaciones de fondos de deuda en escala nacional se identifican por la adición de un identificador especial para el país del que se trate, tal como 'AAf/S1(mex)' para calificaciones nacionales de fondos de deuda en México. En ciertos países, la escala nacional de calificación de fondos de deuda puede seguir ciertos estándares específicos de mercado, definidos por los reguladores locales. Fitch publica estas escalas de calificación en sitios web locales de Fitch para atender a esos mercados específicos. En estos vínculos a sitios de Internet se pueden encontrar las escalas locales y las definiciones de calificaciones para [México](#), [Brasil](#), [Colombia](#) y [El Salvador](#).

Calificaciones Nacionales de Calidad Crediticia de Fondos

Para las calificaciones de calidad crediticia de fondos en escala nacional en los lugares en donde los fondos pueden hacer inversiones transfronterizas, la calidad crediticia de los portafolios o fondos se evalúa sobre la base de factores de calificación de calidad crediticia de fondos específicos por país para obtener el WARF. Estos factores específicos para cada país se obtienen realizando un mapeo de los factores internacionales de calificación de calidad crediticia de fondos a las equivalencias de la escala nacional, de acuerdo con las Tablas de Correspondencia de Calificaciones Nacionales.

Por el contrario, en las jurisdicciones en las que los fondos son únicamente nacionales, Fitch aplica los factores de escala internacional directamente al mercado nacional en cuestión. Por ejemplo, en Taiwán, China, Fitch utilizaría el mismo factor "AA" de 91 a 397 días que utilizaría para las Calificaciones de Escala Internacional (0.1); sin embargo, la propia Calificación de Calidad Crediticia del Fondo se expresa en la escala de calificación nacional de Taiwán, que ancla el punto "AAA(twn)" al nivel del soberano de Taiwán.

Además, cuando se asignen calificaciones de calidad crediticia de fondos en una escala nacional, así como cuando las calificaciones de Fitch o de cualquier otra agencia calificadora globalmente reconocida no estén disponibles para los instrumentos de un portafolio, Fitch puede considerar calificaciones crediticias provistas por calificadoras locales al evaluar el riesgo crediticio del portafolio. Fitch puede ajustar dichas calificaciones si lo considera apropiado, tomando en consideración una revisión de la trayectoria y resultados de la calificadora en cuestión, cuando sea posible, y/o tomando en cuenta las diferencias en metodologías de calificación con las de Fitch, a fin de asegurar que la evaluación del riesgo crediticio sea consistente en todo el portafolio. Sin embargo, Fitch esperaría que la mayoría de los activos dentro de un portafolio sean calificados por una agencia globalmente reconocida y que la minoría del portafolio sea sujeta a este tratamiento.

Tamaño mínimo del portafolio: En mercados locales en donde, dada la regulación o prácticas estándares del mercado, las estructuras de fondos son comúnmente usadas como estructuras de transición, Fitch no aplicará el número mínimo de activos requeridos para las calificaciones en escala internacional y, en su lugar, aplicará los cálculos estándar de WARF con un enfoque de transparencia.

Al considerar los reportos en el contexto de las Calificaciones de Escala Nacional, Fitch aplica el tratamiento descrito en la sección de Riesgo de Contraparte dentro de la Tabla "Matriz de Calidad Crediticia Asumida y Vencimiento para Reportos", considerando las Calificaciones de Escala Nacional del colateral subyacente en relación con la Calificación de Escala Nacional de la contraparte del reporte.

Factores de Riesgo de Mercado en Escala Nacional

Fitch ajusta los rangos de factores de riesgo de mercado en cada nivel de calificación para las calificaciones en escala nacional a fin de tomar en cuenta factores específicos de mercados nacionales, tales como movimientos de tasas de interés independientes, el rango de alternativas de inversión en términos de duración o el grado del desarrollo del mercado de capitales. A fin de hacer uso pleno de la escala de calificación en mercados nacionales, los rangos para cada nivel de MRF son más estrechos, en comparación con las calificaciones en escala internacional. Enseguida se muestra un ejemplo.

Calificaciones de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos

| Riesgo de mercado | Calificación de sensibilidad del fondo al riesgo de mercado | Factor de Riesgo de Mercado (\geq , $<$) |
|-------------------|---|--|
| Muy bajo | S1 | <0.6 |
| Bajo | S2 | 0.6-1.0 |
| Moderado | S3 | 1.0-2.25 |
| Moderado a alto | S4 | 2.25-3.5 |
| Alto | S5 | 3.5-6.0 |
| Muy alta | S6 | >6.0 |

Nota: Los niveles de factor de riesgo de mercado pueden variar por país.

Fuente: Fitch Ratings

Liquidez y Otros Factores de Riesgo

Los factores de riesgo *spread* usados para calcular los factores de sensibilidad al riesgo de mercado ya reflejan una prima de riesgo por razones técnicas, crediticias y de liquidez que son inherentes a los instrumentos individuales. Sin embargo, en ciertos mercados nacionales, los reguladores requieren la evaluación de variables adicionales no mencionadas en el cuerpo de esta metodología para ser incluidas en el análisis de los fondos. Por ejemplo, Fitch podría ser requerido a tratar aspectos específicos de liquidez. En dichos casos, Fitch complementa su análisis con otros elementos que pudieran afectar el perfil general de liquidez de un fondo, tales como la concentración de inversionistas, estructura del fondo, el porcentaje del fondo invertido en activos de corto plazo, entre otras variables.

Este análisis puede resultar en un ajuste en la Calificación de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos a fin de reflejar una sensibilidad mayor al riesgo de mercado si Fitch percibiese cualquier elemento o una combinación de elementos, que pudieran estar contribuyendo a un mayor riesgo de liquidez relativo al objetivo de inversión del fondo.

Otro ejemplo es que Fitch podría ser requerido para revisar los retornos históricos de un fondo en su evaluación general. En todos esos casos, Fitch considerará los factores adicionales requeridos como parte de su metodología para calificaciones en ese país en particular y deberá hacer ajustes en la calificación de calidad crediticia o en la Calificación de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos, como sea apropiado. Fitch detallará estos ajustes de calificación en sus comunicaciones con el mercado, como en comentarios de acción de calificación y/u otros reportes de calificación.

Las Calificaciones de Calidad Crediticia y Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fitch no incorporan una opinión sobre la probabilidad de medidas extraordinarias de gestión de la liquidez ni del riesgo de redención.

Inversiones Diferentes a Renta Fija

Aunque el alcance de esta metodología es calificar los portafolios de deuda, en determinadas jurisdicciones o marcos normativos, los fondos de pensiones también se califican según esta metodología. En dichos casos, la Calificación de Calidad Crediticia del Fondo refleja solo la parte del portafolio en deuda y excluye a otras inversiones. Fitch deberá revelar en sus comunicaciones cuando esta práctica sea aplicada. En todos los demás casos, Fitch espera que la exposición de esas inversiones que no son deuda sea menor. A excepción de dichos casos,

cuando la proporción de activos que no son deuda excede 10%, Fitch considerará no calificar el portafolio bajo esta metodología.

Fitch reflejará la exposición baja a instrumentos que no sean deuda en la Calificación de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos, asumiendo que la proporción de dichas inversiones que no son deuda está sujeta al rango más alto de MRF, tratando dicha exposición como de 30 años de duración modificada e incluyendo esto en su cálculo general de la Calificación de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos.

Apéndice B: Ejemplos de Cálculos

Portafolio Muestra 1: Portafolio Diversificado de Largo Plazo

| Calidad Crediticia | Vencimiento Residual | Porcentaje de Valor de Mercado en el Portafolio (%) | Factor de Calificación Relacionado |
|--------------------|----------------------|---|------------------------------------|
| AAA | > 3 años | 30 | 0.2 |
| AA | > 3 años | 30 | 0.6 |
| A | > 3 años | 30 | 1.6 |
| BBB | > 3 años | 10 | 3.2 |

Fuente: Fitch Ratings

WARF: $[(30\% \times 0.2) + (30\% \times 0.6) + (30\% \times 1.6) + (10\% \times 3.2)] = 1.01$

- Esto se encuentra dentro del rango de directrices de WARF "A" de 0.9 a 2.1.
- Categoría indicativa de Calificación de Calidad Crediticia del Fondo: 'A'.

Portafolio Muestra 2: Portafolio Diversificado de Corto Plazo

| Calidad Crediticia | Vencimiento Residual | Porcentaje de Valor de Mercado en el Portafolio (%) | Factor de Calificación Relacionado |
|--------------------|----------------------|---|------------------------------------|
| AAA | 91 a 397 días | 20 | 0.01 |
| AA | 91 a 397 días | 20 | 0.05 |
| A | 91 a 397 días | 30 | 0.3 |
| BBB | 91 a 397 días | 30 | 0.9 |

Fuente: Fitch Ratings

WARF: $[(320\% \times 0.01) + (20\% \times 0.05) + (30\% \times 0.3) + (30\% \times 0.9)] = 0.37$

- Esto se encuentra dentro del rango de directrices de WARF 'AA' de 0.3 a 0.9.
- Categoría indicativa de Calificación de Calidad Crediticia del Fondo: 'AA'.

Calificación de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos

MRF = $\{ \text{Duración Modificada} + (\text{Duración spread} \times \text{Factor de riesgo spread}) \} \times \text{Apalancamiento}$

Portafolio Muestra 3: Portafolio de Largo Plazo Diversificado

| Calidad crediticia | Tipo de Instrumento | Vencimiento Residual | Porcentaje de Valor de Mercado en el Portafolio (%) | Duración Modificada | Duración de Spread | Factor de Riesgo Spread |
|--------------------|------------------------|------------------------------------|---|---------------------|--------------------|-------------------------|
| A | Bonos de tasa fija | 3 años | 10 | 3 | 3 | 0.2 |
| BBB | Bonos de tasa variable | 4 años (revisión de tasa: 6 meses) | 40 | 0.5 | 4 | 1.0 |
| BBB | Bonos de tasa fija | 4 años | 40 | 4 | 4 | 1.0 |
| BB | Bonos de tasa fija | 4 años | 10 | 4 | 4 | 2.0 |

Nota: En algunos países de Latinoamérica, por convención del mercado, la duración modificada para los instrumentos de tasa revisable se calcula asumiendo que la tasa del cupón corriente permanece constante durante toda la vida de la emisión. Por lo tanto, Fitch se apega a esa convención para el cálculo de este factor.

Fuente: Fitch Ratings

Duración de tasa de interés promedio ponderada:

$$[(10\% \times 3) + (40\% \times 0.5) + (40\% \times 4) + (10\% \times 4)] = 2.50$$

Duración spread promedio ponderada ajustada al riesgo:

$$[(10\% \times 3 \times 0.2) + (40\% \times 4 \times 1.0) + (40\% \times 4 \times 1.0) + (10\% \times 4 \times 2.0)] = 4.06$$

MRF = duración de tasa de interés promedio ponderada + duración *spread* promedio ponderada ajustada al riesgo.

$$\text{MRF} = 2.50 + 4.06 = 6.56$$

Calificación de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de Fondos: 'S3' (Rango: 4.0 a 7.5)

Apéndice C: Descripción del Proceso de Calificación

El proceso de calificación atraviesa las siguientes etapas:

1. Contacto inicial entre el administrador del fondo y Fitch.
2. Solicitud de información inicial y revisión preliminar de la información solicitada.
3. Reunión inicial con el personal relevante.
4. Análisis de toda la información, preparación y distribución del paquete de comité.
5. Decisión del comité de calificación y asignación de calificación.
6. Comunicación de la decisión de calificación y su fundamento al administrador del fondo.
7. Difusión de la calificación en el caso de calificaciones públicas.
8. Seguimiento y monitoreo de la calificación, excepto en el caso de calificaciones de un punto específico en el tiempo.

Esta última etapa se caracteriza por el seguimiento periódico de portafolios y la comunicación con el administrador del fondo. Fitch tiene una reunión formal con cada administrador de fondos periódicamente. En estas reuniones, se comentan asuntos como los planes de largo plazo o estrategias.

Apéndice D: Análisis de Riesgo de los Fondos, Fondos Nuevos o Cambios en el Objetivo de Inversión, y Fondos de Vida Finita

Fitch lleva a cabo un análisis prospectivo para asegurar que las calificaciones proporcionen una visión a futuro y exhiban estabilidad en el tiempo. Como parte de este análisis, Fitch tiene en cuenta otros factores de riesgo inherentes al fondo, en concreto, la forma en que la composición del fondo puede variar según las condiciones del mercado, teniendo en cuenta los límites de riesgo estipulados en su prospecto.

Fitch también tiene en cuenta el historial del fondo (si procede), así como su régimen de inversión y la estrategia conversada con su administrador, junto con cualquier cambio o modificación en estas estrategias en relación con las condiciones del mercado. Estos elementos informan sobre los posibles ajustes cualitativos que podrían aplicarse a los indicadores cuantitativos del portafolio real o modelo. La magnitud de los ajustes cualitativos depende de cada caso.

Para garantizar que las calificaciones mantendrán una visión prospectiva, como parte de su proceso de seguimiento, Fitch mantiene contacto regular con los administradores para entender el desarrollo de la estrategia de inversión del fondo y recopilar información sobre los cambios relevantes en la composición del portafolio que podrían afectar elementos clave de calificación. Fitch tomará acciones de calificación para reflejar información nueva cuando sea necesario. El comentario de acción de calificación contendrá todas las consideraciones específicas aplicables a las calificaciones en cada caso.

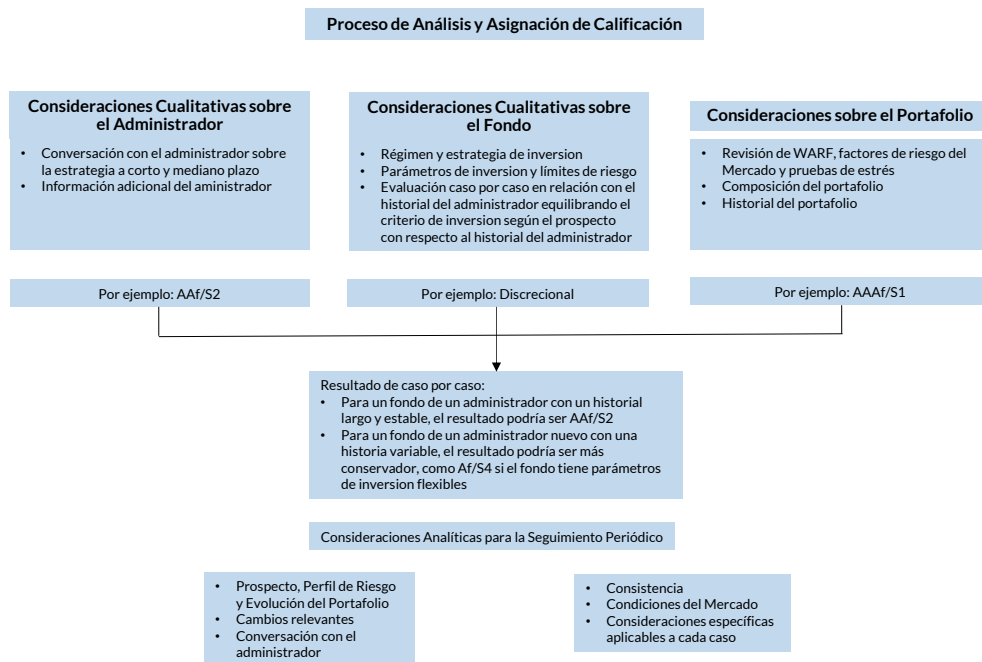
Nuevos Fondos o Cambios en los Objetivos de Inversión

La comprensión de la estrategia pretendida por la administración del fondo es particularmente importante en el caso de fondos nuevos o cuando los fondos han cambiado su objetivo de inversión. Al evaluar dichos fondos, Fitch solicita:

- un portafolio actual o modelo que refleje la estrategia (o nueva estrategia) a ser aplicada;
- un prospecto preliminar;
- una conversación con el personal relevante sobre estrategia futura, planes, proyecciones y otros aspectos;
- información sobre el administrador (en el caso de fondos nuevos).

Al evaluar dichos fondos, Fitch toma en cuenta el portafolio actual o modelo y los límites del fondo e incorpora la retroalimentación sobre la estrategia de inversión informada en las conversaciones con la administración del fondo para reflejar estos elementos.

Por ejemplo, un fondo nuevo (o uno que ha ampliado su objetivo de inversión) puede tener un portafolio de inversión de corto plazo de muy alta calidad que sería consistente con un WARF de 'AAA' o un MRF de 'S1'. Sin embargo, si el mandato de inversión indicara que el administrador tiene flexibilidad substancial sobre la composición del portafolio y que pretende hacer uso de esa flexibilidad, la calificación asignada al fondo podría ser ajustada para indicar un riesgo crediticio más alto y mayor sensibilidad al riesgo de mercado que la implícita por el portafolio actual. Por ejemplo, el fondo podría estar calificado en 'AAf/S2'.



Fuente: Fitch Ratings

Fondos de Vida Finita

Es posible que se solicite a Fitch calificar fondos con una vida finita definida (es decir, un fondo con una fecha de finalización programada en la que todos los activos habrán vencido o sido liquidados y se hayan devuelto a los inversionistas). Estos fondos, normalmente, tendrán períodos de inversión y constitución de la cartera modelo, mantenimiento y desinversión. Desde un punto de vista conceptual, Fitch puede calificar dichos fondos según la metodología de calificación de fondos de deuda, pero el ciclo de vida del fondo provoca consideraciones analíticas adicionales, especialmente relacionadas con el riesgo de concentración y el potencial de volatilidad del WARF durante los períodos de inversión y desinversión.

Entre los factores que impulsarían una calificación de dicho fondo, se incluyen aquellos que respaldan la probabilidad de lograr la composición del portafolio objetivo progresivamente y en un plazo razonable, como el capital comprometido de los inversionistas de calidad alta.

Por el contrario, Fitch no calificará fondos con períodos de inversión extendidos o indicación significativa de que el portafolio objetivo no será conseguido fácilmente. Al calificar tal fondo desde su inicio de operación, Fitch tendría en cuenta un portafolio objetivo o cartera modelo, así como la política de inversión y de los límites de riesgo del fondo. Sería necesario hacer un análisis caso por caso para determinar el nivel adecuado de ajuste cualitativo para justificar el riesgo de ejecución de lograr la composición del portafolio objetivo y el riesgo de concentración que experimentará el portafolio durante la fase de inversión.

Fitch también tendrá en cuenta cualquier riesgo de ejecución y concentración relacionado con la fase de desinversión, la cual también podría incluir la concentración de posiciones de efectivo con un custodio y, en última instancia, crear una relación de crédito entre la calificación del fondo y las posiciones concentradas. Fitch detallará las consideraciones de calificación adicionales para dichos fondos en los comentarios de acción de calificación asociados.

Portafolios de Renta Fija Sin Bonos

Fitch puede calificar portafolios que incluyan instrumentos de renta fija distintos de los bonos o préstamos considerados en el marco de la metodología fundamental de calificación. Por ejemplo, calificar portafolios de hipotecas (residenciales o comerciales) o de cuentas por cobrar de financiamiento comercial o cadena de suministro (ver Apéndice F). Desde el punto de vista conceptual, estos portafolios pueden tratarse según la metodología de calificación de fondos de deuda, solo o en conjunto con otras metodologías de calificación utilizadas, por ejemplo, por los

grupos de calificación de financiamiento estructurado aplicables de Fitch. Cualquier consulta de este tipo se tratará caso por caso y, probablemente se abordará mediante variaciones de la metodología o metodología de calificación individual.

Apéndice E: Asignación de Calificaciones con Base en un Portafolio que Incluye Instrumentos Calificados en Escalas Internacional y Nacional

Metodología para asignar nuevas calificaciones de fondos de deuda en escala internacional a fondos que inviertan en una mezcla de instrumentos con calificación en escala internacional e instrumentos con calificación en escala nacional.

Metodología para la Calificación de Fondos de Deuda en India

Factores de Riesgo Crediticio Particulares: Fitch utiliza factores de riesgo crediticio particulares para los instrumentos con calificación AAA en escala nacional de India por parte de agencias de calificación nacional que ha identificado como adheridas a estándares de calificación consistentes mínimos. Los factores de riesgo crediticio particulares para la categoría de calificación AAA en escala nacional de India corresponden a los factores de riesgo crediticio de la categoría BBB en escala internacional de Fitch (relativo a entidades calificadas en BBB+, BBB y BBB-) incluidos en esta metodología.

Los factores de riesgo crediticio particulares se basan en un análisis de rendimiento de transición e incumplimiento (T&D; siglas en inglés) de las calificaciones de escala nacional de India, en comparación con los estudios de transición e incumplimiento de Fitch para las calificaciones en escala internacional. Fitch revisará periódicamente estos factores, especialmente si la calificación soberana de India cambiara. Se espera que estos factores se actualicen solo en caso de que los factores de riesgo crediticio de la categoría BBB sean actualizados para garantizar la coherencia con la metodología global. En el caso de que un fondo tenga instrumentos con una calificación inferior a AAA en escala nacional, Fitch adoptará factores de riesgo conservadores alineados con la categoría BB y factores de calificación inferiores.

Calificación de Calidad Crediticia de Fondos: Factores de Riesgo Crediticio Particulares

| Calificación/vencimiento residual | 0 - 90 días | 91 - 397 días | 398 días - 3 años | >3 años |
|-----------------------------------|-------------|---------------|-------------------|---------|
| AAA (escala nacional de la India) | 0.6 | 0.9 | 1.4 | 3.2 |

Fuente: Fitch Ratings

Estándares de Calificación Consistentes Mínimos: Fitch utiliza las calificaciones proporcionadas por las agencias de calificación nacional de India que satisfacen consistentemente los estándares de calificación mínima de Fitch. Estas agencias de calificación nacional tienen una amplia presencia de mercado establecida dentro de India. Cuentan con prácticas que son coherentes con los estándares internacionales aceptados y están afiliadas a empresas con presencia mundial y que están sujetas a normativas globales.

Además, los datos de desempeño de T&D de las calificaciones deben respaldar el uso de calificaciones en escala nacional publicadas por agencias de calificación elegibles en India. Los datos de T&D respaldarán el uso de las calificaciones nacionales cuando demuestren lo siguiente: 1) una distribución de las calificaciones que sea ampliamente consistente con las normas internacionales y que Fitch no considere agresiva; 2) estabilidad de las calificaciones; 3) y experiencia de incumplimiento similar a la propia experiencia de Fitch. Fitch ha determinado que India Ratings, CRISIL e ICRA cumplen con estos estándares. Fitch tratará los instrumentos calificados únicamente por otras agencias de calificación locales como 'CCC' para fines de su análisis de calificación.

Techo País: Fitch aplica sus criterios de calificación de techo país (*country ceiling*) a los fondos de deuda de India calificados en escala internacional. El techo país correspondiente es el de India, independientemente del domicilio del fondo, dado que estos fondos están expuestos principalmente a condiciones económicas en India. Además, el techo país incorpora un riesgo de

transferencia y convertibilidad de moneda extranjera presente en los fondos de deuda que tienen tipos de acciones denominadas en monedas distintas de la rupia de India.

Sensibilidades de Calificación: Las calificaciones de los fondos de deuda de la India evaluados a través de esta metodología personalizada se enfrentan a una sensibilidad asimétrica a los cambios en el techo país de la India. Si el techo país se reduce, Fitch espera degradar los fondos de deuda de India a un nivel que no exceda al techo país correspondiente. Por el contrario, Fitch no espera mejorar las calificaciones si aumenta el techo país de India, a menos que se justifiquen los cambios en los factores de riesgo crediticio particulares aplicables de la agencia.

También es muy probable que las calificaciones sean sensibles a la calificación soberana de India, debido a que los cambios en la calificación soberana y en el techo país probablemente estén relacionados, y porque los fondos de deuda de India podrían tener una exposición significativa a los bonos del gobierno de India.

Asimismo, se aplican todas las demás sensibilidades de calificación descritas en esta metodología global.

Apéndice F: Asignación de Calificaciones a los Fondos de Financiamiento Comercial

Consideraciones analíticas adicionales que pueden ser relevantes al momento de evaluar los fondos de financiamiento comercial incluyen el uso de seguros de crédito comercial, la exposición a deudores sin calificación y las estructuras con pagarés respaldados por activos de financiamiento comercial.

Las Metodología de Calificación de Fondos de Deuda solo es aplicable a los fondos de financiamiento comercial en los que existe un recurso total contra el deudor, por ejemplo, las facturas "aceptadas". Los activos de financiamiento comercial que están sujetos al riesgo de desempeño o dilución no se contemplan en esta metodología.

Seguro de Crédito Comercial

Los fondos de financiamiento comercial suelen utilizar contratos de seguro de crédito comercial para protegerse del riesgo de pérdidas por impago de los deudores subyacentes.

Para una exposición cubierta por un seguro de crédito comercial, Fitch reconocerá la protección proporcionada por un asegurador (a través de la Calificación de Fortaleza Financiera de la Aseguradora o FFA) para determinar el factor de calificación crediticia de la exposición, sujeto a una revisión cualitativa de los términos de la póliza y otras condiciones que pueden afectar a la aplicabilidad del contrato de seguro.

La revisión cualitativa tendrá en cuenta:

- El beneficiario final de la póliza
- La responsabilidad máxima de la póliza
- El plazo esperado de pago de los siniestros
- Cualquier exclusión pertinente de la póliza
- El proceso de suscripción de la póliza y revisión legal por parte del administrador del fondo con respecto a los aseguradores y las condiciones de la póliza
- El historial del asegurador en el tipo de activos
- El grado de visibilidad del administrador del fondo y de la aseguradora respecto a las exposiciones subyacentes de los deudores (frecuencia de divulgación y granularidad de la información)

Las exposiciones de los activos de financiamiento comercial se dividen entre aquellas cubiertas por el seguro y aquellas en las que el riesgo está relacionado con el deudor subyacente. Fitch tratará a las primeras como una exposición crediticia a la compañía de seguros si la aseguradora tiene una calificación superior a la del deudor.

Por ejemplo, en un portafolio hipotético en el que una compañía de seguros asume 80% del riesgo de impago, Fitch aplicará la calificación FFA de la aseguradora para 80% del cálculo del WARF y la calificación media ponderada de los deudores subyacentes para el restante 20% del cálculo del WARF.

A menos que la póliza establezca lo contrario, Fitch adoptará este tratamiento hasta el importe máximo de responsabilidad de la póliza establecido en el contrato de seguro, asumiendo que las exposiciones con la calidad crediticia más baja están cubiertas por el seguro en primer lugar.

Ejemplo de Portafolio con Seguro de Crédito Comercial:

Supuestos

- Parte asegurada de la cartera: 80% [de los impagos de cada uno de los deudores].
- Importe Máximo de la Responsabilidad de la Póliza: 350 millones de euros
- Plazo máximo esperado para el pago de siniestros: 0.5 años
- Calificación de la Fortaleza Financiera de la Aseguradora: 'AA'.

| Calidad crediticia del deudor | Calidad crediticia de la aseguradora | Vencimiento residual (años) | Vencimiento, incluyendo amortización | Valor de mercado (EUR millones) | Porción del portafolio | Suma asegurada (EUR millones) | Suma no asegurada (EUR millones) | Factor de Riesgo de Crédito Ajustado por Seguro | Factor de Riesgo de Crédito Ponderado | Factor de Riesgo de Mercado | Factor de Riesgo de Mercado Ponderado |
|---------------------------------------|--------------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|---------------------------------|------------------------|-------------------------------|----------------------------------|---|---------------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------|
| AA | AA | 0.08 | N.A. | 400 | 40% | 0 | 400 | 0.01 | 0.004 | 0.09 | 0.036 |
| BBB | AA | 0.32 | 0.82 años | 400 | 40% | 190 | 210 | 0.57 ^a | 0.228 | 0.77 ^b | 0.308 |
| BB | AA | 0.74 | 1.24 años | 100 | 10% | 80 | 20 | 2.16 | 0.216 | 1.67 | 0.167 |
| B | AA | 0.08 | 0.58 años | 100 | 10% | 80 | 20 | 4.08 | 0.408 | 0.65 | 0.065 |
| Factores a Nivel de Portafolio (Suma) | | | | | | | | | 0.856 ('AAf') | 0.576 ('S1') | |

^a Cálculo del factor de riesgo crediticio para una obligación con calificación 'BBB' = ('AA' factor de riesgo * porción asegurada) + ('BBB' factor de riesgo * porción no asegurada) = (0.1 * (190m/400m)) + (1.0 * (210m/400m)) = (0.1 * 47.5%) + (1.0 * 52.5%) = 0.5725

La parte asegurada se calcula como:

Porción asegurada del deudor 'BBB' = (Responsabilidad máxima de la póliza - Suma asegurada del deudor 'B' - Suma asegurada del deudor 'BB') / valor de mercado del deudor 'BBB' = (350 - (80% de 100) - (80% de 100)) / 400 = (350 - 80 - 80) / 400 = 190 / 400 = 47.5%

^b Cálculo del factor de riesgo de mercado para una obligación con calificación "BBB" = ((Duración asegurada + (Duración del spread asegurado x Factor de riesgo del spread asegurado)) * porción asegurada) + ((Duración + (Duración del spread x Factor de riesgo del spread)) * porción no asegurada)

Factor de riesgo de mercado = (0.82 años + (0.82 años * 0.1) * 47.5%) + (0.32 + (0.32 * 0.6) * 52.5%) = 0.77

La duración asegurada se calcula como: duración + plazo máximo previsto de pago de siniestros = 0.32 años + 0.5 años = 0.82 años. N.A. - No aplica.

Los cambios en el valor de los activos netos disponibles para los inversionistas del fondo son sensibles, entre otras cosas, a cualquier desfase entre el momento en que una obligación vence por primera vez y el momento en que un asegurador puede pagar una reclamación en caso de que el deudor incumpla. En el caso de la parte asegurada de una exposición, Fitch añadirá a la fecha de vencimiento el tiempo esperado para el pago de una reclamación, a fin de reflejar la sensibilidad adicional al riesgo de mercado de la exposición asegurada.

Obligaciones No Calificadas

Los fondos de financiamiento comercial pueden estar expuestos a cuentas por cobrar de filiales no calificadas de entidades calificadas. En tales circunstancias, y a efectos de los cálculos de WARF y MRF, Fitch puede aplicar un factor de calificación crediticia a la filial no calificada de tres *notches* por debajo de la calificación de la matriz, siempre que:

1. La matriz está calificada por una organización de calificación estadística reconocida a nivel nacional,
2. La filial es propiedad de la matriz en al menos 75%, y
3. La matriz y la filial tienen una marca compartida

En circunstancias limitadas en las que se cumplan las condiciones anteriores, pero Fitch considere que el negocio realizado por la filial no es estratégicamente importante para la matriz, no se aplicará este tratamiento.

Fitch utilizará su Calificación de Incumplimiento del Emisor de la matriz para los cálculos del WARF y del MRF. Si la matriz no está calificada por Fitch, se podrá utilizar la calificación equivalente más baja de otras organizaciones de calificación estadística reconocidas a nivel nacional.

Fitch limitará cualquier exposición a deudores sin calificación al 5% del valor neto de los activos del fondo por deudor. Además, Fitch no aplicará una calificación superior al Techo País para el país en el que esté domiciliada la filial para reflejar el posible riesgo de transferencia y convertibilidad.

Por ejemplo, si una filial que pertenece en su totalidad a una entidad con calificación 'A' con marca compartida representa 7% del valor de los activos netos de un fondo, Fitch aplicará el factor de calificación crediticia 'BBB' (es decir, tres *notches* por debajo de la calificación de la matriz) para 5% del valor de los activos netos del fondo, y el supuesto estándar para la

exposición sin calificación de un factor de calificación crediticia 'CCC' para el restante 2% del valor de los activos netos del fondo relacionados con la exposición.

Estructuras con Bonos Respaldados por Activos de Financiamiento Comercial

En el caso de los fondos de financiamiento comercial que invierten en bonos sin calificación respaldados por activos de financiamiento comercial, y no en los propios activos de financiamiento comercial, Fitch puede examinar los activos de financiamiento comercial subyacentes y los deudores asociados a efectos de su cálculo del WARF.

El análisis subyacente está sujeto a una revisión de la documentación que define si las ganancias y pérdidas económicas de los activos subyacentes se transfieren efectivamente al fondo a través del bono (es decir, el bono no puede incumplir, sino que sólo puede experimentar cambios de valor equivalentes al valor de los activos netos de las cuentas por cobrar que respaldan la transacción). Además, Fitch revisará las cesiones de beneficios, las leyes aplicables, los dictámenes jurídicos y la forma de los títulos de crédito.

Si, por el contrario, el bono está calificado por una organización de calificación estadística reconocida a nivel nacional, Fitch simplemente aplicará la calificación a sus cálculos de WARF y MRF.

Riesgo de Contraparte en los Fondos de Financiamiento Comercial

Fitch hará referencia a sus Metodologías de Calificación de Contrapartes para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos, y consultará a su grupo de Finanzas Estructuradas para clasificar el nivel de vinculación entre una estructura de fondos de financiamiento comercial y una contraparte, en una de estas cuatro categorías: vinculación directa, alta dependencia, dependencia moderada o no significativa.

El riesgo de contraparte se evalúa de forma concatenada, con vínculos directos en un extremo, incluyendo las estructuras que dependen de las garantías, o cuando hay marginaciones o transferencias poco frecuentes de los fondos recolectados. En el otro extremo, el riesgo de contraparte puede considerarse no significativo para una estructura, por ejemplo, cuando una contraparte que actúa como agente de recolección de cuentas por cobrar comerciales transfiere las recolecciones al fondo en dos días hábiles.

La calificación CCF más alta que se puede alcanzar, en función del grado de vinculación del riesgo de contraparte, se establece en la siguiente tabla:

| Vinculación de Riesgo de Contraparte | Clasificación CCF Más Alta | |
|--------------------------------------|--|---|
| Vinculación directa | Asumir la calificación crediticia de la contraparte para el cálculo del WARF | |
| Alta dependencia | Calificación Más Alta | CCF Calificación mínima de la contraparte |
| | AAAf | A o F1 |
| | AAf | A- o F1 |
| | Af | BBB o F2 |
| | BBBf | BBB- o F3 |
| | BBf | BB- |
| | Bf | B- |
| Dependencia moderada | Calificación Más Alta | CCF Calificación mínima de la contraparte |
| | AAAf | BBB o F2 |
| | AAf | BBB o F2 |
| | Af | BBB o F2 |

| | | |
|------------------|------------------------------------|-----------|
| | BBBf | BBB- o F3 |
| | BBf | BB- |
| | Bf | B- |
| No significativo | Sin impacto en la calificación CCF | |

INFORMACIÓN REGULATORIA COLOMBIA

NOMBRE: Metodología de Calificación de Fondos de Deuda - Metodología Maestra –

LINK DE PUBLICACION: <https://www.fitchratings.com/es/region/colombia/methodologies>

NÚMERO DE ACTA DE COMITÉ: COL_2023_10

FECHA DE APROBACION COMITE DE CALIFICACION: 06 de Febrero de 2023

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones siguiendo este enlace: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Además, las definiciones de calificación de Fitch para cada escala de calificación y categorías de calificación, incluidas las definiciones relacionadas con incumplimiento, están disponibles en www.fitchratings.com bajo el apartado de Definiciones de Calificación. Las calificaciones públicas, criterios y metodologías están disponibles en este sitio en todo momento. El código de conducta, las políticas sobre confidencialidad, conflictos de interés, barreras para la información para con sus afiliadas, cumplimiento, y demás políticas y procedimientos de Fitch están también disponibles en la sección de Código de Conducta de este sitio. Los intereses relevantes de los directores y accionistas están disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch puede haber proporcionado otro servicio admisible o complementario a la entidad calificada o a terceros relacionados. Los detalles del(los) servicio(s) admisible(s) de calificación o del(los) servicio(s) complementario(s) para el(los) cual(es) el analista líder tenga sede en una compañía de Fitch Ratings registrada ante ESMA o FCA (o una sucursal de dicha compañía) se pueden encontrar en el resumen de la entidad en el sitio web de Fitch Ratings.

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.

Fitch Ratings, Inc. está registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (en inglés, U.S. Securities and Exchange Commission) como una Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO"; *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*). Aunque ciertas subsidiarias de calificación crediticia de la NRSRO están enlistadas en el Ítem 3 del documento "Form NRSRO" y, como tales, están autorizadas para emitir calificaciones crediticias en nombre de la NRSRO (ver <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), otras subsidiarias no están enlistadas en el documento "Form NRSRO" (las "no NRSRO") y, por tanto, las calificaciones crediticias emitidas por estas subsidiarias no son emitidas en nombre de la NRSRO. Sin embargo, personal de las subsidiarias no NRSRO puede participar en la determinación de calificaciones crediticias emitidas por, o en nombre de, la NRSRO.

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 "Corporations Act 2001".

Derechos de autor © 2022 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.