

Criterios de Calificación Fondos de Deuda en Latinoamérica

Sector Específico

Alcance de los Criterios

El presente reporte describe la metodología utilizada por Fitch Ratings en Latinoamérica para calificar aquellos Fondos que invierten en Instrumentos de Deuda. Este reporte debe ser leído en conjunto con el informe de Metodología Global de Fitch, denominado “Criterios Globales de Calificación para Fondos de Deuda”, publicado el 13 de diciembre de 2013.

La finalidad primordial al calificar un Fondo de Deuda es proveer al público inversionista con una opinión completa e independiente sobre la calidad crediticia de sus activos y su sensibilidad a factores de mercado. Asimismo, considera la capacidad de su administración para el cumplimiento de los objetivos de dichos Fondos.

Por su propia naturaleza, el análisis es dinámico, por lo que se observa la evolución que ha experimentado el fondo. Si bien las calificaciones dependen fundamentalmente de la situación actual de los portafolios, el análisis de su trayectoria, estabilidad, consistencia y apego a estrategias delineadas, es esencial en la determinación de las mismas.

Metodologías Relacionadas

Global Bond Fund Rating
Criteria, Agosto 13, 2013

Metodología de Calificaciones
Nacionales, Diciembre 13, 2013

Analistas

Alexandre Yamashiro (Brasil)
+55 11 4504 2606
alexandre.yamashiro@fitchratings.com

Rodrigo Contreras (Centroamérica)
+506 2296 9182
rodrigo.contreras@fitchratings.com

Lorena Osorio (Colombia)
+571 326 9999
lorena.osorio@fitchratings.com

Gonzalo Alliende (Chile)
+56 2 499 3300
gonzalo.alliende@fitchratings.com

Bertha Cantú (México)
+52 8399 9100 ext. 1128
bertha.cantu@fitchratings.com

Nueva York
Davie Rodríguez, CFA
+1 212 908 0386
davie.rodriguez@fitchratings.com

Factores Clave de la Calificación

Medidas de Riesgo Combinadas: Fitch asigna dos calificaciones a los fondos de deuda, para reflejar los diferentes riesgos que enfrentan los inversionistas de renta fija. La Calificación Crediticia del Fondo mide la vulnerabilidad a pérdidas como resultado de incumplimientos de crédito, y es principalmente expresada por la calificación crediticia promedio ponderada del portafolio.

Una Calificación de Riesgo de Mercado complementaria mide la sensibilidad potencial del portafolio a factores de riesgo de mercado, tales como duración, riesgo *spread*, fluctuaciones cambiarias y otros. Las Calificaciones Crediticias y de Riesgo de Mercado pueden ser asignadas en forma conjunta, especialmente para portafolios abiertos.

Calidad Crediticia de los Activos Individuales: El factor promedio ponderado de calificación (WARF por su denominación “*Weighted Average Rating Factor*” y siglas en inglés) del portafolio de activos está basado en calificaciones públicas o *credit opinions* sobre una emisión, emisores y contrapartes al nivel individual del activo, ya sean bonos, préstamos o transacciones de derivados.

Otros Factores de Riesgo Considerados: Las calificaciones incluyen otros factores de riesgo específicos del portafolio que pueden ser relevantes. Estos factores de riesgo incluyen el riesgo de concentración, uso de derivados para propósitos de cobertura o especulativos, apalancamiento, y exposiciones a contrapartes.

Monitoreo Activo de las Calificaciones: Fitch solicita en forma mensual la composición del portafolio y las estadísticas relevantes de desempeño a fin de monitorear activamente las calificaciones.

Evaluación del Administrador: Fitch evalúa las capacidades del administrador del portafolio para asegurar que está debidamente calificado, competente y capaz para administrar el portafolio. Fitch no calificará portafolios de administradores que fallen esta evaluación.

Calificaciones de Fondos de Deuda

Fitch emite su opinión a través de la integración de dos calificaciones, cada una representada por una nomenclatura diferente:

Calificación de Riesgo Crediticio. Esta calificación es una opinión respecto a la vulnerabilidad a pérdidas como resultado de eventuales incumplimientos en el pago de capital y/o intereses sobre el total de los valores que integran una cartera de fondos de deuda. Las calificaciones de riesgo crediticio de los Fondos de Deuda se expresan en la misma escala de las calificaciones crediticias nacionales para el largo plazo; sin embargo, no miden las expectativas de riesgo de incumplimiento para el fondo en sí mismo, puesto que un fondo por lo general no cae en incumplimiento.

Las calificaciones de riesgo crediticio del fondo se basan en la calidad actual y previsible del riesgo de crédito promedio de la cartera de inversiones del fondo. Además, tienen un elemento de momentum de calificación incorporado, y por lo tanto, también capturan la probabilidad de que el fondo mantenga una cierta calidad de crédito en el tiempo. Las calificaciones de riesgo crediticio de Fondos de Deuda son generalmente complementadas con calificaciones de riesgo de mercado.

Calificación de Riesgo de Mercado. Es una opinión en cuanto a la sensibilidad relativa del retorno total de la cartera (incluidos los ingresos y el valor de mercado) y/o del valor neto del activo ante los cambios asumidos en tasas de interés y spreads de crédito, así como algunos otros parámetros de riesgo de mercado, y teniendo en cuenta los efectos del apalancamiento, en su caso.

Las calificaciones en escala nacional se identifican mediante la adición de un sufijo especial para el país en cuestión, por ejemplo 'AAA/V1(cri)' para la más alta calificación nacional en Costa Rica.

Análisis del Administrador

Para calificar un fondo de deuda, Fitch comienza por realizar una revisión del administrador del fondo. Con este análisis, la agencia calificadora busca establecer que el administrador es competente y capaz de administrar el fondo. La evaluación del administrador no incide en la calificación del portafolio, solamente determina si Fitch puede o no calificar el portafolio.

Este análisis se realiza mediante una reunión entre la Calificadora y la Administradora en las oficinas de esta última. La Calificadora indagará sobre la efectividad de la administración en organizar e implementar los pasos específicos para lograr los objetivos de inversión establecidos. El análisis del administrador considera:

- La estructura corporativa del administrador de activos con un enfoque en los accionistas y su compromiso, la sostenibilidad financiera y de negocio, experiencia, gobierno corporativo y personal;
- El marco general de control del administrador;
- La calidad e idoneidad de los recursos de inversión y la disciplina general de las operaciones del *front office*;
- La calidad e idoneidad de las funciones del *middle* y *back office*; y
- La plataforma tecnológica del administrador, en términos de los recursos IT y sistemas, integración, administración de datos y, seguridad.

Diversos fondos pueden ser calificados una vez que el proceso de revisión de la administración ha sido completado. En general, Fitch preferirá que las Administradoras tengan experiencia en el conocimiento y administración de los activos en los que invierten, por

ejemplo tres o más años. Cuando un administrador no tenga un historial, por ejemplo en el caso de las Administradoras que están iniciando operaciones, la calificadora considerará la experiencia y/o historial de los funcionarios del área de inversión o la capacidad administrativa obtenida administrando fondos en un predecesor o competidor, así como el grado de profundidad de la infraestructura operacional disponible y necesaria para una buena operación y, una plataforma estable para la administración de activos.

Además, el análisis de la calidad de la administración está en función de su estilo, generalmente asociado al nivel de gestión de sus carteras. Por lo general, Fitch espera procesos y recursos sólidos cuando el portafolio es administrado en forma altamente activa (en relación a la liquidez de los tipos de activos). En el caso de un cambio importante en la composición de los funcionarios de la administración, Fitch tendrá que realizar en forma inmediata un análisis del administrador del fondo. Las conclusiones de esta revisión pueden resultar en que Fitch modifique o retire la calificación de su administrador y del propio fondo.

Criterio para Riesgo Crediticio

Este componente de la calificación analiza fundamentalmente la calidad crediticia del conjunto de los activos que conforman el portafolio de los Fondos, en base al riesgo crediticio ponderado de cada uno de los mismos, la distribución de los valores en la cartera por calificación y, cuando estén disponibles, la calidad crediticia de las contrapartes clave.

Riesgo Crediticio

El riesgo crediticio se refiere a la exposición del Fondo a eventuales incumplimientos en el pago de capital y/o intereses en el total de los valores que integran su portafolio, o en parte de ellos de así especificarse. El riesgo crediticio de una cartera se mide por las calificaciones crediticias subyacentes asignadas a cada activo por Fitch, o en su defecto, por una o más agencias de calificación reconocidas, utilizando la menor de ellas. Cuando los valores solamente cuenten con calificaciones de agencias calificadoras locales, Fitch utilizará la calificación menor, pudiendo presentarse un ajuste en dicha calificación si Fitch lo considera apropiado en base a las diferencias observadas en relación a las calificaciones de Fitch, donde sea posible, y/o teniendo en cuenta diferencias metodológicas de calificación a fin de reflejar en forma adecuada el riesgo de crédito de la emisión en cuestión. Las calificaciones utilizadas por Fitch en su análisis son calificaciones para emisiones específicas, las cuales toman en cuenta la subordinación relativa. En ausencia de una calificación pública o *credit opinion*, la calificadora considera a los valores sin calificación en el nivel 'CCC' (a menos que se indique de otra manera) en aras de ser conservadores en el análisis.

Fitch calcula el factor promedio ponderado de calificación de la cartera (WARF, por sus siglas en inglés) como uno de los principales determinantes de la calificación crediticia del fondo. El WARF representa un indicador útil del riesgo crediticio promedio de la cartera y ayuda en la comparación de la calidad crediticia intrínseca de diferentes carteras. El WARF de la cartera es la suma del peso de cada valor en la cartera como porcentaje de la cartera total, multiplicado por el correspondiente factor de calificación. Los factores de calificación se obtienen de los datos de incumplimiento observados en empresas corporativas sobre horizontes de 10 años. Estos factores se actualizan periódicamente y por lo tanto, están sujetos a cambios. Los factores actuales de calificación en escala internacional de Fitch se pueden encontrar en la tabla siguiente:

Los factores de calificación para cada país latinoamericano se establecen utilizando como base la tabla de factores globales de calificación. Cada país, considerando dicha tabla, ha establecido sus factores de calificación correspondientes, a partir de su calificación de riesgo soberano.

Cuadro 1

Factores de Calificación

Calificación	Factor de Calificación
AAA	0.19
AA	0.64
A	1.58
BBB	4.54
BB	17.43
B	32.18
CCC	62.80
CC/C	100.00

Estos Factores reflejan la opinión actual de Fitch sobre las probabilidades de incumplimiento en cada nivel de calificación. Dichas probabilidades son actualizadas periódicamente, por lo tanto están sujetas a cambio.
Fuente: Fitch

En el caso de las calificaciones de corto plazo, Fitch Ratings aplicará los factores de calificación como se describe a continuación:

Cuadro 2

Factores de Calificación (Valores de Corto Plazo)

Calificación	Factor de Calificación
F1+ (o su equivalente)	Factor de calificación aplicado al AAA doméstico de largo plazo
F1	Factor de calificación aplicado al AA doméstico de largo plazo
F2	Factor de calificación aplicado al A doméstico de largo plazo
F3	Factor de calificación aplicado al BBB doméstico de largo plazo
B	Factor de calificación aplicado al BB doméstico de largo plazo

Fuente: Fitch

Fitch revisará las emisiones en incumplimiento en el contexto del proceso de análisis crediticio del administrador. La agencia considerará el contexto en el cual el incumplimiento se originó, por ejemplo, si un activo en dificultades fue comprado en anticipación a eventuales recuperaciones en exceso del precio de compra, o si una emisión mantenida ha sufrido múltiples degradaciones en su calificación o incumplió desde el momento de su compra. La calidad de la selección crediticia del administrador de inversiones y los procesos de supervisión son un criterio cualitativo importante en términos de la evaluación de Fitch del administrador de inversión. Fitch podría optar por no calificar los portafolios gestionados por administradores de inversión con historiales deficientes de incumplimiento y pérdida.

La Calificación Crediticia del Fondo será típicamente consistente con las categorías de calificación más frecuentes, sin embargo, pueden ocurrir diferencias, particularmente en el caso de los portafolios de corto plazo (en los cuales una alza de calificación puede ser justificada) o si Fitch considera que el portafolio incluye un riesgo significativamente alto (en cuyo caso puede ameritar un techo a la calificación o un castigo adicional) o cuando Fitch considera que el portafolio está concentrado.

Otras Consideraciones Crediticias

Riesgo Crediticio en Posiciones de Derivados

Cuando se evalúa el riesgo crediticio de posiciones largas en índices de CDS, tales como iTraxx o CDX, Fitch aplica un enfoque de transparencia, asumiendo que la exposición en CDS es dividida a través de los activos subyacentes de la canasta de referencia. De manera similar, las posiciones largas en CDS de una sola denominación son tratadas como la obligación de referencia para el propósito del cálculo del WARF, sobre la base del CDS notional.

Fitch también puede reconocer el uso de CDS para cubrir posiciones de efectivo existentes (o CDS largos). Compensación de posiciones cubiertas a través de CDS puede ser permitido, siempre que la exposición de referencia se empareja cercanamente a una emisión subyacente con un *seniority* igual o menor que la posición que está siendo cubierta y un período de exposición que se aproxime a aquel del instrumento cubierto. Las posiciones direccionales (sin una posición larga compensadora sobre el mismo emisor) generalmente no son tomadas en cuenta cuando se evalúa el riesgo de crédito; sin embargo, pueden ser consideradas en términos de la Calificación de Riesgo de Mercado del Fondo si el administrador puede demostrar su capacidad para reducir estructuralmente la volatilidad de esas posiciones.

Riesgo de Contraparte

Los fondos de deuda están expuestos al riesgo de contraparte procedente de distintas fuentes, incluidos los acuerdos de recompra (reportos) o swaps, así como también en las cuentas bancarias para depósitos en efectivo.

En su proceso de calificación, Fitch revisará las calificaciones de las contrapartes cuando estén disponibles y la calidad del colateral, así como las políticas de márgenes, al analizar la calidad crediticia general del portafolio. Cuando haya una exposición considerable a una cuenta bancaria a través de depósitos en efectivo, Fitch incorporará la calificación de la cuenta bancaria en su cálculo de WARF de la cartera, de acuerdo a la proporción de los activos del fondo mantenida en efectivo en la cuenta bancaria del emisor, y conforme a la calificación como emisor de la referida institución bancaria.

Las posibles adaptaciones en el análisis de la agencia calificadora serán detalladas y desglosadas en los comentarios de acción de calificación o reportes asociados con la correspondiente calificación del referido fondo.

Riesgo de Concentración

Las carteras concentradas tienen un riesgo de cola mayor. Estas carteras son más propensas a presentar una mayor vulnerabilidad a pérdidas, en comparación a aquellas de fondos de calidad de crédito similar, pero más diversificadas. Esto se debe al hecho de que la concentración puede conllevar eventos adversos de crédito más sincronizados y potencialmente pérdidas crediticias individuales más costosas.

En caso de que Fitch identifique que una cartera de fondos de deuda tiene una elevada exposición a un determinado sector, país o tipo de activo, en relación a fondos comparables, y dependiendo de las características específicas del mercado en el que opere este fondo, se pueden aplicar ciertos escenarios de sensibilidad simulados en su análisis. Estos escenarios pueden incluir (pero no están limitados a) simulaciones de bajas de calificación o incumplimientos de los activos de ciertas industrias, regiones o clases.

Fitch típicamente excluye de su análisis de riesgo de concentración las entidades supranacionales, soberanas y relacionadas con el gobierno (tales como agencias Gubernamentales) que cuentan con calificaciones altas.

Valores que no son Deuda

Mientras el alcance de este criterio es calificar portafolios de deuda, en ciertos casos, los fondos que son predominantemente de deuda contienen una pequeña exposición en valores que no son de deuda, tales como las acciones. En tales casos, la Calificación Crediticia del Fondo solamente refleja la porción de deuda del portafolio y excluye las otras inversiones. Fitch revelará en sus informes cuando esta práctica sea aplicada. Sin embargo, en todos los

casos, Fitch espera que la exposición a este tipo de inversiones que no son deuda sea pequeña. Generalmente en casos en donde la porción de valores que no son deuda sea superior a 10% Fitch considerará no calificar al Fondo como un Fondo de Deuda.

Criterio para Riesgo de Mercado

Las calificaciones de riesgo de mercado del fondo se basan en la sensibilidad del valor de mercado de los fondos ante cambios en los factores de riesgo de mercado, incluyendo las tasas de interés, spreads de tasas, y monedas, entre otros. El análisis de los factores de riesgo de mercado para cada valor en forma individual, así como su impacto dentro del portafolio, proveen una visión más completa de los riesgos, así como el efecto de las potenciales volatilidades futuras sobre el portafolio. Los principales factores de riesgo analizados, dada la naturaleza y características de los Fondos de Deuda, son:

- Riesgo de Tasas de Interés
- Riesgo Spread
- Apalancamiento
- Consideraciones Adicionales

Riesgo de Tasas de Interés

El riesgo de tasas de interés está constituido por la volatilidad en las tasas de interés que incidiría en un potencial cambio en el valor de mercado de las inversiones.

La principal medida de exposición a cambios en las tasas de interés utilizada en el análisis es la Duración Modificada. Este indicador es revisado para cada uno de los instrumentos que conforman la cartera, así como en forma ponderada para el portafolio total. En el caso en que no esté disponible la duración modificada, puede ser utilizada la duración como aproximación a la duración modificada.

La agencia puede también calcular la madurez promedio ponderada de un portafolio hasta la fecha de revisión de tasa de interés en su análisis de riesgo de tasa de interés, como una aproximación conservadora para la duración, más notablemente en los fondos de deuda de corto plazo.

Riesgo Spread

El factor de riesgo spread considera la sensibilidad en el valor de mercado del portafolio ante los cambios de los spreads crediticios. Los spreads crediticios reflejan esencialmente una prima de riesgo exigida por el mercado a cambio de mantener valores de una calidad crediticia inferior que valores “libres de riesgo” (usualmente bonos de gobierno) por razones crediticias, de liquidez o simplemente técnicas. Los spreads de tasas de los bonos se expanden y se contraen en el tiempo, en respuesta a una serie de factores, incluyendo los cambios actuales y percibidos en la calidad crediticia, los distintos niveles de volatilidad del mercado, los cambios en las presiones de la oferta y la demanda, los cambios en las condiciones de liquidez y en la confianza de los inversionistas.

El enfoque de Fitch respecto al riesgo spread se basa principalmente en la volatilidad observada en el retorno de índices de renta fija (para los diversos índices que representan los diferentes niveles de riesgo crediticio), por lo que considera tanto la sensibilidad a los movimientos en el spread –como puede ser medida por la duración spread del fondo–, así como por el nivel relativo de volatilidad del spread observado históricamente. Fitch ha observado que la volatilidad del spread de crédito tiende a aumentar con el nivel del propio riesgo de crédito.

Cuadro 3**Factores de Riesgo Spread Corporativo ***

Categoría de Calificación	Factor de Riesgo Spread
AAA	0.00
AA	0.10
A	0.33
BBB	0.67
BB	1.50
B	4.00
CCC e inferior	6.00

* Basado en un análisis de la volatilidad del retorno total del índice del mercado de renta fija global de Bank of America Merrill Lynch para el período 1997 - 2013

Fuente: Fitch, Bank of America Merrill Lynch

El riesgo spread se calcula al multiplicar la medida de duración modificada del portafolio por un factor de riesgo spread correspondiente a la calidad crediticia de la cartera (y que se basa a su vez en la volatilidad observada en los índices de renta fija). Un ejemplo de cómo se incorpora el riesgo spread en el análisis sería el siguiente:

$\text{Duración Modificada Ajustada} = \text{Duración Modificada} + (\text{Duración Modificada}^1 \times \text{Factor de Riesgo Spread}^2)$

La agencia puede también calcular la vida promedio ponderada del portafolio en su análisis de riesgo spread como una aproximación conservadora para la duración spread (*spread duration*).

Después de calcular la Duración Modificada y la Duración Modificada Ajustada obtenemos el promedio de ambos indicadores para obtener el Factor de Riesgo de Mercado básico.

Apalancamiento Actual y Económico

En algunos casos los fondos emplean el apalancamiento para alcanzar sus objetivos de inversión. Esto se realiza normalmente a través de contratos de préstamos colateralizados (en particular las operaciones de recompra inversa), las líneas de crédito bancarias, los financiamientos de margen o derivados, tales como futuros y swaps de retorno total (TRS), para alcanzar un mejor retorno. Muchos de los derivados o de valores estructurados también crean apalancamiento de-facto o económico, ofreciendo a los inversionistas un mayor rendimiento a expensas de una mayor volatilidad de precio y de retorno total.

Al analizar el impacto de apalancamiento sobre los fondos, Fitch aplica un multiplicador a su factor de riesgo de mercado de manera lineal. Por ejemplo, si el portafolio del Fondo tuviera un apalancamiento de 2x (exposición económica a una cartera de activos equivalentes al 200% del capital), entonces Fitch podría aplicar un multiplicador de 2x al Factor de Riesgo de Mercado básico en su análisis, resultando en un factor de riesgo mayor.

Fitch puede establecer techos cualitativos a la Calificación Crediticia o de Riesgo de Mercado de un Fondo o elegir no calificar portafolios que, en opinión de Fitch, usan una cantidad excesiva de apalancamiento.

¹ En el caso de los instrumentos a tasa variable, la primera medida de duración es la duración de tasas de interés, generalmente baja, y la segunda medida en la fórmula es la duración de los spreads. Cuando no sea posible obtener la duración spread, se utilizará el plazo total.

² El factor de riesgo de los spreads es un cociente que compara la volatilidad histórica del spread crediticio relevante a los cambios generales en las tasas de interés.

Si la agencia considera excesivo el apalancamiento del portafolio en relación a sus objetivos, perfil de riesgo o condiciones de mercado, puede aplicar un castigo más fuerte. Fitch puede también elegir no calificar o cesar una calificación de un portafolio, si los niveles de apalancamiento son considerados inapropiados para los activos subyacentes invertidos.

La agencia no impone niveles máximos de apalancamiento. En cambio, una evaluación es realizada sobre una base caso por caso, considerando el apalancamiento del portafolio en el contexto de los activos subyacentes. Por ejemplo, un fondo que invierte principalmente en bonos a corto plazo y de alta calidad podría tolerar un mayor grado de apalancamiento que un fondo invertido en bonos a largo plazo y con mayor riesgo de crédito.

En el caso de los derivados o de notas estructuradas, Fitch busca comprender el efecto en la volatilidad del riesgo de mercado del fondo. Por ejemplo, una nota estructurada puede tener una duración que es muy diferente a la que se deriva de su fecha de vencimiento. Del mismo modo, las posiciones en derivados pueden ser vistas como una forma de apalancamiento puro, donde el riesgo es una función de la exposición del notional del instrumento.

Adicionalmente, Fitch considera cómo las diversas formas de apalancamiento pueden afectar al fondo en condiciones adversas. En el caso de los préstamos directos, por ejemplo, los cambios en las reglas de colateralización o en las tasas anticipadas de los acuerdos de recompra (reportos), o la detonación de los covenants para líneas de crédito, podrían afectar materialmente el desempeño del fondo. Esto podría resultar en la realización de escenarios de sensibilidad que aplicaría Fitch en su análisis. En los casos en que tal enfoque haya sido adoptado, esto se describirá en el comentario de acción de calificación correspondiente.

Los préstamos de fondos también pueden ser utilizados periódicamente para cubrir las necesidades de liquidez a corto plazo, eliminando así la necesidad de vender las inversiones en momentos que se consideren inoportunos. El apalancamiento en que se incurre para satisfacer las necesidades temporales de efectivo y que es pequeño en términos relativos con el tamaño total de la cartera, podría no ser tomado en cuenta dentro del análisis de Fitch.

Consideraciones Adicionales al Factor de Riesgo de Mercado

El factor de riesgo de mercado puede ser ajustado conforme sea necesario para incorporar los atributos de cualquier otro elemento de riesgo adicional que no se refleje en los indicadores anteriormente mencionados. Estos incluyen la diversificación y el riesgo cambiario, compensados por los beneficios que pueden derivarse para los portafolios de cualquier estrategia de cobertura aplicada. También se considera en el análisis la relación entre la liquidez y mercado secundario de los activos que componen el portafolio, junto con la concentración por inversionista y el plazo de rescate del fondo.

Riesgo de Concentración.

Si todo lo demás es igual, Fitch espera que el retorno total de un portafolio altamente concentrado generalmente sea más volátil que el de uno altamente diversificado. La agencia ha observado a través de análisis históricos que la diversificación vía sector y, en menor medida, la asignación geográfica, tiene cierto potencial para reducir la volatilidad y las caídas (es decir, una disminución del Valor del Activo Neto (NAV por sus siglas en inglés) desde el punto más alto hasta el punto más bajo), proporcionando de esta forma cierta protección contra reducciones derivadas el riesgo de mercado. Sin embargo, la agencia también nota que el potencial de una reducción del riesgo de mercado derivado del incremento en la granularidad del portafolio dentro de un determinado sector es limitado, ya que típicamente se observa que los diferenciales de crédito están altamente correlacionados.

Si bien, el riesgo de tasa de interés y el riesgo spread son los determinantes principales de la Calificación de Riesgo de Mercado de un Fondo, si el factor de riesgo de mercado calculado para un fondo es cercano al límite para una categoría de calificación, y Fitch considera que el portafolio está concentrado, entonces la agencia puede, sobre una base caso por caso, considerar aplicar una limitación cualitativa en su análisis de riesgo de mercado. Por ejemplo, si un portafolio concentrado tiene un factor de riesgo de mercado calculado de 1.9 (consistente con una calificación 'V-1' en la escala internacional), Fitch puede elegir calificar el fondo 'V-2' para reflejar el riesgo de concentración dado que 1.9 es cercano al límite 2.0 para una calificación 'V-2'.

Riesgo de Liquidez y Mercado Secundario

Se analiza la flexibilidad del fondo ante retiros masivos de los inversionistas. Para ello se considera la relación entre la estructura de vencimientos, con un enfoque en el porcentaje del portafolio que está más próximo a vencer, y el plazo de rescate del fondo. Un adecuado nivel de liquidez contribuye a evitar tener que vender activos en condiciones adversas, a un precio inferior al que el nivel de tasas indique. Un porcentaje bajo del portafolio en valores próximos a vencer, una base poco diversificada de inversionistas influirán negativamente en la calificación de riesgo de mercado, mientras que lo contrario podría impactar positivamente dicha calificación.

Riesgo por Inflación

El comportamiento de los rendimientos entre valores con tasa nominal y valores de tasa real puede ser muy divergente, especialmente tratándose de instrumentos con tasa real fija. Por lo anterior, el valor de estos instrumentos es particularmente sensible a los niveles de tasas nominales, el nivel de tasas reales, la volatilidad de las mismas y las expectativas de los inversionistas ante condiciones de mercado de creciente volatilidad. Dado que históricamente existe una proporción no correlacionada entre los rendimientos nominales y los retornos reales, Fitch ajusta el riesgo de mercado, al considerar la participación y plazo de los instrumentos indexados a la inflación dentro del portafolio. Es de esperarse que a mayor participación, mayor sea el riesgo de mercado, sin que esto constituya una generalidad.

Riesgo Cambiario

El componente de riesgo cambiario se considera en el análisis de riesgo de mercado en aquellos fondos que han invertido en títulos, valores en diferente denominación a la moneda base del fondo. En aquellos casos en que existan operaciones activas y pasivas en una moneda de diferente denominación, se observa el calce entre dichas operaciones.

Estos ajustes al factor de riesgo de mercado final (y por lo tanto sobre la calificación de riesgo de mercado del fondo), son más de carácter cualitativo sobre el análisis del portafolio y la estrategia de inversión del administrador. Adicionalmente, la importancia relativa de estos factores podría diferir de país a país y, por lo tanto, Fitch los ponderaría de acuerdo a su importancia relativa para el país en cuestión.

Cobertura (Hedging)

Algunos portafolios están facultados para utilizar instrumentos derivados con el fin de cubrir algunos de sus riesgos o administrar sus exposiciones al riesgo más dinámicamente. En su evaluación, Fitch distingue la cobertura sistemática y el ajuste/negociación discrecional. El reconocimiento de la cobertura sistemática puede ser incluido en la Calificación de Riesgo de Mercado de un Fondo si el administrador puede ser capaz de demostrar su capacidad estructural para reducir la volatilidad en estas posiciones.

Específicamente, el administrador debe ser capaz de demostrarle a Fitch que la estrategia de cobertura empleada ha reducido efectivamente el riesgo, por ejemplo, a través de la mitigación de caídas o reduciendo la volatilidad. En estos casos, Fitch considerará a su discreción, un alza en la Calificación de Riesgo de Mercado del Fondo. Para ser incluido en la evaluación de la Calificación de Riesgo de Mercado del Fondo, cualquier cobertura debe ir acompañada con una prueba de las capacidades de la administración. Fitch también monitorea el riesgo residual no cubierto durante su proceso de seguimiento.

Otros Factores

En el caso de que determinados países utilicen indicadores de riesgo de mercado específicos, que difieren o exceden a los que se utilizan en la región en general, ya sea por cuestiones normativas, o por las condiciones del mercado, se encontrarán detallados en el correspondiente anexo.

Valores que no son deuda

Como se mencionó arriba, mientras el alcance de este criterio es calificar portafolios de deuda, en ciertos casos, los fondos que son predominantemente de deuda contienen una pequeña exposición a valores que no son deuda, tales como las acciones. En tales casos, la Calificación Crediticia del Fondo solamente reflejará la porción de deuda del portafolio y excluirá las otras inversiones. Sin embargo, Fitch reflejará esta exposición en la Calificación de Riesgo de Mercado del Fondo al asumir que dicha proporción que no son valores de deuda, se considerará como el más alto riesgo de mercado y ponderará su exposición con la calificación de riesgo de mercado del resto del portafolio.

Proceso de Calificación

El proceso de calificación, regularmente se llevará a cabo en las siguientes etapas:

1. Contacto entre el Administrador del Fondo y Fitch.
2. Solicitud y revisión preliminar de la información solicitada.
3. Reunión con Ejecutivos de la Administradora.
4. Análisis de la información, preparación y distribución del paquete de comité.
5. Sesión del Comité Calificador y Asignación de la Calificación.
6. Comunicación de la Calificación y sus fundamentos a la Administradora.
7. Difusión de la Calificación.
8. Vigilancia y Seguimiento de la Calificación.

Esta última etapa se caracteriza por revisiones y comunicaciones permanentes con el administrador del fondo. Una vez al año se lleva a cabo una reunión formal con cada Administradora para conocer respecto a sus planes y estrategias de mediano plazo. Considerando que los portafolios de los Fondos pueden variar, la evaluación periódica resulta fundamental, así como también las estrategias y limitaciones que la Administración plantee.

Fitch revisa las carteras periódicamente, generalmente en forma mensual (aunque esto puede variar en algunas jurisdicciones nacionales), para monitorear las calificaciones vigentes. La calificadora solicita para el seguimiento información individual al nivel de los activos que conforman la cartera, así como el resumen de estadísticas respecto al portafolio y las actividades de inversión del fondo.

Fitch reconoce que, en determinadas circunstancias, un fondo de bonos puede apartarse moderada y temporalmente de los parámetros señalados en los criterios de calificación de la agencia. Por ejemplo, una baja de calificación en alguno de los activos subyacentes puede aumentar el WARF del fondo. Mientras que las desviaciones continuas de los criterios de

calificación tendrán en última instancia consecuencias sobre la calificación del fondo, a menudo existe una base razonable para considerar un corto período de gracia, siempre que el gestor de activos haya propuesto un plazo convincente y accesible acerca de las acciones correctivas para resolver o mitigar los riesgos asociados a dicha situación. Fitch evaluará estas circunstancias caso por caso para determinar el curso de acción apropiado.

Anexo A: Limitaciones

No todos los factores de calificación en estos criterios pueden aplicar a cada acción de calificación. Cada comunicado de acción de calificación o reporte de calificación específico mencionará aquellos factores más relevantes para la acción de calificación individual.

El enfoque principal de este reporte metodológico es sobre portafolios de emisiones de deuda, tales como fondos de bonos y de préstamos, fondos de deuda de corto plazo, LGIPs (*Local Government Investment Pools*), *Exchange-Trade Funds* (ETFs) de emisiones de deuda y, carteras administradas de valores de renta fija. Estos fondos pueden contener una variedad de instrumentos de deuda, tales como bonos y préstamos, capital bancario, deuda soberana e instrumentos de financiamiento estructurado.

El apalancamiento en portafolios individuales no es considerado en la Calificación Crediticia del Fondo; sin embargo, es incluido en la escala de Calificación de Riesgo de Mercado. Adicionalmente, Fitch puede establecer límites cualitativos máximos a la Calificación Crediticia del Fondo y/o a la de Riesgo de Mercado, o elegir no calificar los portafolios que, en opinión de Fitch, usan apalancamiento excesivo.

Con respecto a las calificaciones en sí, Fitch depende de información factual que recibe de emisores y los administradores de los portafolios, así como de otras fuentes que la agencia calificadora considera fidedignas, notablemente del administrador del portafolio y/o custodio.

Adicionalmente, la agencia realizará un juicio relacionado a la robustez de la información recibida; donde sienta que la información es insuficientemente robusta o que no pueda ser verificada independientemente de acuerdo a un estándar satisfactorio, Fitch ya sea no calificará, o cesará de calificar un portafolio. Mientras Fitch espera que cada emisor que ha acordado participar en el proceso de calificación, o sus agentes, proveerán oportunamente toda la información relevante para la evaluación de las calificaciones, Fitch no tiene, ni buscaría, el derecho de exigir la divulgación de la información por parte de cualquier emisor o cualesquiera de los agentes del emisor (para mayor información vea el reporte especial *Managing and Developing Criteria and Models*, con fecha junio 30, 2013).

Otra limitación a las calificaciones de fondos de deuda de Fitch incluye el "riesgo de evento". El riesgo de evento es definido como un evento imprevisto el cual, hasta que el evento es conocido, no es incluido en las calificaciones existentes. Los riesgos de eventos prominentes para fondos incluyen cambios repentinos, dramáticos e inesperados en los precios del mercado financiero o la liquidez, decisiones regulatorias adversas, litigios y redenciones masivas, derivadas de los factores antes mencionados u otros. Las calificaciones pueden ya incluir un supuesto razonable de que un fondo es vulnerable a eventos en el mercado financiero o presiones regulatorias, pero las especificaciones del evento y sus efectos no serán conocidos hasta que el evento es anunciado o se ha completado, momento en el cual el efecto sobre las calificaciones puede determinarse. Fitch no da una opinión sobre el riesgo de redenciones al que los inversionistas pueden estar expuestos para fondos abiertos o el riesgo de liquidez enfrentado cuando se compran o venden los fondos cerrados en el mercado secundario.

Limitaciones Específicas de la Escala de Calificación Crediticia de los Fondos

Las limitaciones específicas relevantes de la escala de Calificación Crediticia de los Fondos incluyen las siguientes:

- Las calificaciones no predicen un nivel específico o rango de desempeño de un portafolio en un determinado período de tiempo.
- Las calificaciones no opinan sobre la conveniencia o no de un portafolio con el fin de invertir en el mismo o cualquier otro propósito.
- Las Calificaciones Crediticias de los Fondos no proporcionan una opinión sobre cualquier otra cualidad de un portafolio diferente a la calidad crediticia promedio actual y prospectiva del portafolio invertido.

Limitaciones Específicas de la Escala de Calificación de Riesgo de Mercado del Fondo

Las limitaciones específicas relevantes de la escala de Calificación de Riesgo de Mercado de los Fondos incluyen las siguientes:

- Las calificaciones no predicen un nivel específico o rango de desempeño de un portafolio en un determinado período de tiempo.
- Las calificaciones no opinan sobre la conveniencia o no de un portafolio con el fin de invertir en el mismo o cualquier otro propósito.
- Las Calificaciones de Riesgo de Mercado de los Fondos no proporcionan una opinión sobre cualquier otra cualidad diferente a la sensibilidad de los retornos totales del portafolio y/o cambios en el valor de los activos netos a cambios asumidos en los spreads crediticios y las tasas de interés, así como otros parámetros de riesgo de mercado; y tomando en consideración los efectos del apalancamiento, cuando sea aplicable.

Las calificaciones asignadas por Fitch Ratings articulan una opinión sobre áreas específicas y discretas de riesgo. La lista mencionada anteriormente no es exhaustiva, y es proporcionada para la conveniencia del lector. Se les pide a los lectores revisar la sección titulada Entendiendo las Calificaciones Crediticias – Limitaciones y Usos para mayor información sobre las limitaciones de las calificaciones de la agencia. Dicha sección se encuentra en www.fitchratings.com.

Anexo B: Definición de Calificaciones de Fitch de Fondos

La opinión que se emite de cada fondo es el punto de vista de la Calificadora, sobre el nivel de riesgo que existe en cada Fondo, sin que esta opinión sea una recomendación para comprar, vender o mantener las acciones del fondo.

Escala de Calificación

Calificaciones Crediticias de Fondos

Las calificaciones crediticias de fondos de deuda son una opinión acerca de la vulnerabilidad ante pérdidas en la cartera como consecuencia de incumplimientos en el portafolio del fondo de deuda. Las calificaciones crediticias de fondos se expresan en la misma escala que las Calificaciones Crediticias de Largo Plazo, aunque, a diferencia de las calificaciones crediticias a los emisores, no miden el riesgo de incumplimiento esperado del fondo, ya que un fondo generalmente no puede incumplir. Las calificaciones se basan en la calidad crediticia promedio actual y prospectiva del portafolio. Las calificaciones de riesgo crediticio del fondo tienen un elemento de momentum de la calificación incorporado y por lo tanto también capturan la probabilidad de que el fondo mantenga una calidad crediticia dada en el tiempo.

Las calificaciones de riesgo crediticio de los fondos no abordan el riesgo de pérdidas asociadas a cambios en las tasas de interés prevalecientes, spreads crediticios y otras condiciones del mercado, ni tampoco consideran la adecuación del valor de mercado o respecto a la medida en que los gastos del fondo y sus costos podrían afectar las distribuciones de beneficios que se hacen en última instancia a los accionistas.

Las calificaciones de riesgo crediticio y de riesgo de mercado por lo general se asignan en conjunto para reflejar el riesgo de crédito y de mercado a que están expuestos los inversionistas de los fondos. Sin embargo, en ciertos mercados no líquidos y/o en ciertas clases de activos, podría no ser factible obtener una calificación de riesgo de mercado. En estos casos, Fitch asigna una calificación identificada como "V-NR" en lugar de una calificación de riesgo de mercado para indicar esta situación. Asimismo, en un número limitado de mercados, la escala de calificación es definida de otra forma por las autoridades locales, lo que puede en ciertos casos impedir el uso de las calificaciones de riesgo de mercado.

Los signos "+" o "-" pueden ser agregados a las calificaciones crediticias de fondos para indicar la posición relativa dentro de una categoría de calificación. Estos sufijos no aplican en la categoría 'AAA' o en las categorías inferiores a 'B'.

Las siguientes calificaciones están asociadas con las escalas de calificación de bonos. Es importante señalar que cada escala de calificación nacional es única y sirve para clasificar el grado de riesgo percibido relativo a un fondo que tenga la menor vulnerabilidad a pérdidas dentro de ese país. Por lo tanto, no es adecuado hacer comparaciones entre fondos calificados en diferentes escalas nacionales, o entre una escala nacional individual y la escala de calificación internacional. Las calificaciones en escalas nacionales se identifican mediante la adición de un sufijo especial para el país en cuestión, por ejemplo 'AAA(cri)' para la más alta calificación nacional en Costa Rica.

En algunos países, los reguladores han establecido escalas de calificación de riesgo crediticio que deben ser utilizadas dentro de tales mercados, las cuales utilizan nomenclaturas específicas. Los lectores deben consultar las escalas individuales para cada país que se encuentran listadas en la página de internet de la calificadora, para determinar si existen definiciones de las categorías adicionales o alternativas que se apliquen. Las escalas de

calificación nacionales que difieran por cuestiones regulatorias o por prácticas del mercado serán mencionadas en el Anexo que acompaña a este reporte.

‘AAA’

La calificación de fondos ‘AAA’ indica la mayor calidad crediticia de los activos de un portafolio (o el menor grado de vulnerabilidad a los incumplimientos). Se espera que los activos de un fondo con esta calificación mantengan un promedio ponderado de calificación del portafolio de ‘AAA’.

‘AA’

La calificación de fondos ‘AA’ indica una muy alta calidad crediticia de los activos de un portafolio. Se espera que los activos de un fondo con esta calificación mantengan un promedio ponderado de calificación del portafolio de ‘AA’.

‘A’

La calificación de fondos ‘A’ indica una alta calidad crediticia de los activos de un portafolio. Se espera que los activos de un fondo con esta calificación mantengan un promedio ponderado de calificación del portafolio de ‘A’.

‘BBB’

La calificación de fondos ‘BBB’ indica una buena calidad crediticia de los activos de un portafolio. Se espera que los activos de un fondo con esta calificación mantengan un promedio ponderado de calificación del portafolio de ‘BBB’.

‘BB’

La calificación de fondos ‘BB’ indica una baja calidad crediticia de los activos de un portafolio. Se espera que los activos de un fondo con esta calificación mantengan un promedio ponderado de calificación del portafolio de ‘BB’.

‘B’

La calificación de fondos ‘B’ indica una muy baja calidad crediticia de los activos de un portafolio. Se espera que los activos de un fondo con esta calificación mantengan un promedio ponderado de calificación del portafolio de ‘B’.

‘CCC’

La calificación de fondos ‘CCC’ indica una calidad crediticia substancialmente baja de los activos de un portafolio, estos fondos presentan una exposición potencial a activos cuyo incumplimiento es inminente o inevitable.

Calificaciones de Riesgo de Mercado para Fondos

La calificación de riesgo de mercado de un fondo es una opinión en cuanto a la sensibilidad relativa de la rentabilidad total (ingresos y el valor de mercado) de un portafolio o de las acciones del fondo respecto a factores generales de riesgo de mercado, tales como las tasas de interés, los spreads, el apalancamiento del fondo, velocidad de pre-pago, tipos de cambio y un número limitado de otras condiciones de mercado.

Las calificaciones de riesgo de mercado del fondo no predicen la dirección o la magnitud de los cambios en las condiciones del mercado y por lo tanto no pueden predecir si, o en qué magnitud, será el desempeño favorable o negativo de un fondo en el futuro. Incluso, la calificación no mide la sensibilidad de un fondo de deuda a riesgos extremos que pueden resultar de una menor liquidez en los mercados secundarios durante ciertos períodos.

Para los fondos de deuda calificados en una escala nacional, las calificaciones de riesgo de mercado del fondo son únicamente una opinión del riesgo relativo ante los factores endógenos a los mercados domésticos en los que el fondo opera. Por lo tanto, no son adecuadas las comparaciones entre las diferentes escalas nacionales, o entre una escala nacional individual y la escala de calificación internacional.

En algunos países, los reguladores han establecido escalas de calificación de riesgo de mercado que deben ser utilizadas dentro de tales mercados, las cuales usan nomenclaturas específicas. Más aún, en algunos países, las prácticas de mercado han derivado en el uso de distintas escalas de calificaciones de riesgo de mercado de fondos. Los lectores deben consultar las escalas individuales para cada país que se encuentran listadas en la página de internet de la calificadoradora en www.fitchratings.com, para determinar si existen definiciones de las categorías adicionales o alternativas que se apliquen. Las escalas de calificación nacionales que difieran por cuestiones regulatorias o por prácticas de mercado, serán mencionadas en el Anexo que acompaña a este reporte.

Las calificaciones de riesgo crediticio y de riesgo de mercado por lo general se asignan en conjunto para reflejar el riesgo de crédito y de mercado a que están expuestos los inversionistas de los fondos. Fitch puede decidir no asignar una Calificación de Riesgo de Mercado a un Fondo en combinación con una Calificación Crediticia, incluyendo para ciertos mercados ilíquidos y/o clases de activos donde no sea factible. En estos casos, Fitch asigna un grado identificado como 'V-NR' en lugar de una calificación para indicar esta situación.

Adicionalmente, en un número limitado de mercados, la escala de calificación es determinada por las autoridades regulatorias locales, las cuales pueden impedir el uso de calificaciones de riesgo de mercado.

'V1' Riesgo de Mercado Muy Bajo

Los fondos calificados 'V1' se consideran que tienen una muy baja sensibilidad al riesgo de mercado. En términos relativos, se espera que los rendimientos totales presenten una alta estabilidad y tengan un desempeño consistente a través de una amplia gama de escenarios de mercado. Estos fondos ofrecen una muy baja exposición al riesgo de tasas de interés, los spreads crediticios y otros factores de riesgo.

'V2' Riesgo de Mercado Bajo

Los fondos calificados 'V2' se consideran que tienen una baja sensibilidad al riesgo de mercado. En términos relativos, se espera que los rendimientos totales presenten una razonable estabilidad y tengan un desempeño consistente a través de una gama de escenarios de mercado. Estos fondos ofrecen una baja exposición al riesgo de tasas de interés, los spreads crediticios y otros factores de riesgo.

'V3' Riesgo de Mercado Moderado

Los fondos calificados 'V3' se consideran que tienen una moderada sensibilidad al riesgo de mercado. En términos relativos, se espera que los rendimientos totales tengan un desempeño consistente en el mediano y largo plazo, aunque con algo de variabilidad en el corto plazo, debido a la mayor exposición a riesgo de tasas de interés, los spreads crediticios y otros factores de riesgo.

'V4' Riesgo de Mercado Moderado a Alto

Los fondos calificados 'V4' se consideran que tienen una sensibilidad entre moderada y alta al riesgo de mercado. En términos relativos, se espera que los rendimientos totales tengan una variabilidad significativa a través de una amplia gama de escenarios de mercado. Estos fondos generalmente exhiben una exposición significativa al riesgo de tasas de interés, los spreads crediticios y otros factores de riesgo.

'V5' Riesgo de Mercado Alto

Los fondos calificados 'V5' se consideran que tienen una alta sensibilidad al riesgo de mercado. En términos relativos, se espera que los rendimientos totales tengan una variabilidad sustancial a través de una amplia gama de escenarios de mercado. Estos fondos generalmente exhiben una sustancial exposición al riesgo de tasas de interés, los spreads crediticios y otros factores de riesgo.

'V6' Riesgo de Mercado Muy Alto

Los fondos calificados 'V6' se consideran que tienen una muy alta sensibilidad al riesgo de mercado. En términos relativos, se espera que los rendimientos totales tengan una variabilidad extrema a través de una amplia gama de escenarios de mercado. Estos fondos generalmente exhiben una muy alta exposición al riesgo de tasas de interés, los spreads crediticios y otros factores de riesgo.

'V-NR'

Una calificación 'V-NR' se asigna en ciertos mercados y/o clases de activos ilíquidos, donde no resulta factible asignar una calificación de riesgo de mercado al fondo.

Diferencias en la Escala de Calificación

Como se mencionó anteriormente, en algunos países, por motivos regulatorios o por cuestión de prácticas de mercado se han establecido escalas de calificación de riesgo crediticio y/o calificaciones de riesgo de mercado utilizadas dentro de tales mercados con nomenclaturas y/o definiciones específicas. Estas diferencias se resumen a continuación.

Chile

En Chile, la escala de calificación aplicada a los fondos mutuos con inversión en instrumentos de deuda está definida por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), siendo la siguiente:

Calificaciones Crediticias

'AAAfm(cl)'

Cuotas con la más alta protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio.

'AAfm(cl)'

Cuotas con muy alta protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio.

'Afm(cl)'

Cuotas con alta protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio.

'BBBfm(cl)'

Cuotas con suficiente protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio.

'BBfm(cl)'

Cuotas con baja protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio.

'Bfm(cl)'

Cuotas con muy baja protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio.

'Cfm(cl)'

Cuotas muy variables a pérdidas asociadas a riesgo crediticio.

"+" o "-": Las clasificaciones entre 'AAfm' y 'Bfm' pueden ser modificadas al agregar un símbolo '+' (más) o '-' (menos) para destacar sus fortalezas o debilidades dentro de cada categoría.

Calificaciones de Riesgo de Mercado

'M1 (cl)'

Cuotas con la más baja sensibilidad ante cambios en las condiciones de mercado.

'M2 (cl)'

Cuotas con moderada o baja sensibilidad frente a cambios en las condiciones de mercado.

'M3 (cl)'

Cuotas con moderada sensibilidad frente a cambios en las condiciones de mercado.

'M4 (cl)'

Cuotas con moderada a alta sensibilidad a cambios en las condiciones de mercado.

'M5 (cl)'

Cuotas con alta sensibilidad a cambios en las condiciones de mercado.

'M6 (cl)'

Cuotas con muy alta sensibilidad a cambios en las condiciones de mercado.

Para efectos de presentación y publicación conjunta de ambas calificaciones, se utilizará solamente una vez el identificador especial (cl) al final de las mismas, indicando con ello que ambas se encuentran en la escala doméstica de Chile.

Colombia***Calificaciones de Riesgo de Mercado***

En Colombia utilizarán la misma escala de riesgo de mercado descrita en la parte general de los presentes Criterios de Calificación, con la única diferencia de que no incluyen la letra "V" en dicha escala.

México

En México, la escala homogénea de calificación aplicada a las Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda fue consensada y definida por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), siendo la siguiente:

Calificaciones Crediticias

El nivel de seguridad del fondo, que se desprende de la evaluación de factores que incluyen primordialmente: Calidad y diversificación de los activos del portafolio, fuerzas y debilidades de la administración y capacidad operativa es:

'AAA(mex)'

Sobresaliente

'AA(mex)'

Alto

'A(mex)'

Bueno

'BBB(mex)'

Aceptable

'BB(mex)'

Bajo

'B(mex)'

Mínimo

Calificaciones de Riesgo de Mercado**'1(mex)'**

Sensibilidad extremadamente baja a condiciones cambiantes en los factores de mercado.

'2(mex)'

Sensibilidad baja a condiciones cambiantes en los factores de mercado.

'3(mex)'

Sensibilidad entre baja y moderada a condiciones cambiantes en los factores de mercado.

'4(mex)'

Sensibilidad moderada a condiciones cambiantes en los factores de mercado.

'5(mex)'

Sensibilidad entre moderada y alta a condiciones cambiantes en los factores de mercado.

'6(mex)'

Sensibilidad alta a condiciones cambiantes en los factores de mercado.

'7(mex)'

Sensibilidad muy alta a condiciones cambiantes en los factores de mercado.

Para efectos de presentación y publicación conjunta de ambas calificaciones, se utilizará solamente una vez el identificador especial (mex) al final de las mismas, indicando con ello que ambas se encuentran en la escala doméstica de México. Asimismo se adicionará la letra "F" para indicar que es una calificación otorgada por Fitch Ratings, ejemplo: 'AA/2(mex) F'.

'S(mex)'

La falta de información suficiente y adecuada relacionada a ciertos eventos de incertidumbre, o el encontrarse en un estado de disolución, liquidación, sujeta a intervención o enfrentar una situación grave, hacen que la calificación de esta Sociedad de Inversión en Instrumentos de Deuda se suspenda.

Anexo C: Indicadores adicionales

Como una cuestión de prácticas de Mercado, Fitch complementa su análisis de sensibilidad a tasas de interés y liquidez con indicadores adicionales en ciertos mercados. Estos indicadores adicionales incluyen los Días de Revisión de Tasas Efectivos (DRTE).

Días de Revisión de Tasas Efectivos

Para el análisis de los Fondos de Deuda en Colombia, Centroamérica y México, Fitch utiliza el indicador de Días de Revisión de Tasas Efectivos (DRTE) como complemento del análisis del riesgo de tasa de interés, el cual considera el plazo efectivo que resta para actualizar la tasa de los valores con tasa ajustable. Los valores que cotizan a tasa fija se consideran al vencimiento para el cálculo de este indicador. Este indicador es revisado para cada uno de los instrumentos que conforman la cartera, así como en forma ponderada para el portafolio total.

Anexo D: Intervalos y Ponderación de las Principales Variables de Riesgo de Mercado utilizadas en México y Ejemplo de Cálculo de la Calificación de Riesgo de Mercado

Para el análisis de los Fondos de Deuda en Colombia, Centroamérica y México, Fitch utiliza las mismas ponderaciones para los principales indicadores utilizados en el análisis del riesgo de mercado, sin embargo, derivado de las particularidades de cada mercado los intervalos utilizados para cada variable varían de país a país, reflejando en mejor medida la sensibilidad al riesgo de mercado.

A continuación se presenta como ejemplo, las ponderaciones e intervalos utilizados en México:

RANGOS DE CALIFICACIÓN PARA CADA VARIABLE				
	Ponderación			
Duración Modificada	35%	1		0.60
		2	0.60	1.00
		3	1.00	2.25
		4	2.25	3.50
		5	3.50	6.00
		6	6.00	10.50
		7	10.50	
Duración Modificada Ajustada	35%	1		0.60
		2	0.60	1.00
		3	1.00	2.25
		4	2.25	3.50
		5	3.50	6.00
		6	6.00	10.50
		7	10.50	
D.R.T.E.	20%	1	1	30
		2	31	60
		3	61	120
		4	121	210
		5	211	360
		6	361	810
		7	811	
Liquidez a 3 meses	10%	1	40%	100%
		2	27%	40%
		3	18%	27%
		4	10%	18%
		5	6%	10%
		6	3%	6%
		7	0%	3%

Asimismo, se describe el siguiente ejemplo de cálculo de la Calificación de Riesgo de Mercado para un fondo en México, el cual presenta los siguientes indicadores: una Duración Modificada de 0.85, Duración Modificada Ajustada de 1.15, Días de Revisión de Tasa Efectivos de 45 y 35% del portafolio con vencimientos menores a 90 días. Dicho fondo obtendrá una Calificación de Riesgo Mercado como sigue:

Factor Riesgo Mercado	Datos Fondo	Calificación de Riesgo Mercado Equivalente para propósitos de Ponderación	Ponderación	Resultado Individual
Duración Modificada	0.85	2.63	35%	0.92
Duración Modificada Ajustada	1.15	3.12	35%	1.09
Días de Revisión de Tasa Efectivos	45	2.48	20%	0.50
Porcentaje del portafolio con vencimientos menores a 90 días	35%	2.38	10%	0.24
Calificación de Riesgo Mercado Ponderada		$(0.92 + 1.09 + 0.50 + 0.24) = 2.75$		
Calificación de Riesgo Mercado Final		2(mex)*		

*La calificación de '2(mex)' es asignada debido a que el promedio ponderado de la Calificación de Riesgo Mercado de 2.75 es mayor que 2.0 pero no toca el valor de 3.0, el cual corresponde al siguiente nivel de calificación. Adicionalmente, la calificación actualmente asignada pudiera diferir de la derivada por cálculo [por ejemplo, una calificación de '3(mex)'], debido a consideraciones de carácter cualitativo no incorporadas en los cálculos anteriormente expuestos.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2014 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, 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 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 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, 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 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 pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. 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, suspendidas, 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.