

Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias

Metodología Maestra

| | |
|---|-----------|
| Alcance | 1 |
| Factores Clave de Calificación | 1 |
| Cambios Clave a la Metodología | 2 |
| Resumen y Estructura del Informe | 3 |
| I. Marco de las Calificaciones | 3 |
| I.1. Calificaciones de Emisor de Largo Plazo | 5 |
| I.2. Calificaciones de Emisor de Corto Plazo | 8 |
| I.3. Calificaciones de Viabilidad | 8 |
| I.4. Calificaciones de Soporte | 9 |
| I.5. Pisos de Calificación de Soporte | 10 |
| I.6. Calificaciones de Emisión | 10 |
| II. Evaluación Individual | 12 |
| II.1 Evaluación del Entorno Operativo | 13 |
| II.2 Evaluación del Perfil de la Empresa | 18 |
| II.3 Evaluación y estrategia de la administración | 21 |
| II.4 Evaluación del Apetito de Riesgo | 25 |
| II.5 Evaluación del Perfil Financiero | 42 |
| III. Soporte | 73 |
| III.1. Soporte Soberano | 73 |
| III.2. Soporte Institucional | 75 |
| IV. Calificaciones de Emisión | 83 |
| IV.1 Deuda de Corto Plazo | 83 |
| IV.2 Obligaciones Senior No Garantizadas | 84 |
| IV.3 Títulos Subordinados e Híbridos | 91 |
| IV.4 Deuda Garantizada | 91 |
| IV.5 Notas Indexadas | 92 |
| IV.6 Distinciones de Emisión de Deuda entre Compañías Tenedoras y Subsidiarias Operativas de Institución Financiera No Bancaria | 92 |
| Anexo 1: Calificación de Instituciones Financieras por Arriba del Soberano | 94 |
| Anexo 2: Revisiones de Grupo/Pares | 94 |
| Anexo 3: Información utilizada para emitir y mantener las calificaciones | 95 |
| Anexo 4: Uso de pruebas de estrés y otras herramientas en el proceso de calificación | 96 |
| Anexo 5: Metodologías relacionadas | 98 |
| Anexo 6: Índices financieras y definiciones de subsectores | 99 |

Esta metodología reemplaza los informes de metodología de subsectores titulados "Metodología para compañías de financiamiento y arrendamiento", "Metodología de calificación para administradores de inversiones y fondos alternativos" y "Metodología de calificación para sociedades de corretaje de valores" e incorpora las secciones relevantes de la "Metodología de calificación global de instituciones financieras". Los cambios relacionados con los informes reemplazados son principalmente para efectos de presentación en vez sustanciales. Los cambios clave se mencionan en la página 2 de este informe.

Metodología Relacionada

[Metodología de Calificación Global de Bancos \(Mayo 29, 2015\)](#)

Alcance

Este informe de metodología describe el enfoque analítico de Fitch Ratings con respecto a instituciones financieras no bancarias, incluyendo sociedades de corretaje de valores, administradores de inversiones (AI), empresas de desarrollo de negocios y compañías de financiamiento y arrendamiento (las cuales incluirían instituciones de política económica).

La metodología no aplica a bancos; la metodología de calificación para bancos se describe en la "Metodología de Calificación Global para Bancos". Esta metodología tampoco incluye a compañías aseguradoras o fondos de inversión en bienes raíces.

Factores Clave de Calificación

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

Si bien los primeros tres factores son relativamente comunes en bancos y en instituciones financieras no bancarias, la evaluación del apetito de riesgo y del perfil financiero de una empresa es más propio del subsector en donde opera la empresa.

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

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

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

Riesgos de Incumplimiento, Prospectos de Recuperación: Las calificaciones de emisión de las instituciones financieras no bancarias, al igual que las de otros sectores financieros corporativos, reflejan la opinión de Fitch del nivel general del riesgo de crédito ligado a

Los nuevos informes "Metodología de calificación global de instituciones financieras no bancarias" y "Metodología de calificación global de bancos" reemplazarán al informe actual "Metodología de calificación global de instituciones financieras" de fecha 14 de febrero de 2014 y otros informes de metodologías por sector (ver el Anexo 5).

Analistas

Norteamérica

Meghan Neenan, CFA
+1 212 908-9121
meghan.neenan@fitchratings.com
Nathan Flanders
+1 212 908-0827
nathan.flanders@fitchratings.com

EMEA

Erwin Van Lumich
+34 93 323 8403
erwin.vanlumich@fitchratings.com

América Latina

Alejandro Garcia
+52 81 8399 9100
alejandrogarcia@fitchratings.com

APAC

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

compromisos financieros específicos, generalmente títulos. Este punto de vista incorpora una evaluación tanto de la probabilidad de incumplimiento (o riesgo de "impago") de la obligación específica, como de las recuperaciones potenciales para los acreedores en caso de incumplimiento/impago.

Deuda Senior alineada con la IDR: Las calificaciones de las obligaciones senior no garantizadas de una institución financiera no bancaria van generalmente igualadas a su IDR de Largo Plazo, aunque se les pudiera bajar de *notch* (escala en la calificación) si hubiera una subordinación real y profunda o un alto gravamen del balance general.

Cambios Clave a la Metodología

El marco de calificación de Fitch para las instituciones financieras no bancarias ha permanecido, en términos generales, consistente a lo largo del tiempo, con sólo unas leves modificaciones periódicas para reflejar las circunstancias cambiantes del mercado. Este reporte es consistente en gran medida con la versión anterior de la metodología en términos de fondo, y no resultará directa e inmediatamente en cambio alguno en la calificación. Sin embargo, la presentación del reporte se ha reforzado por la consolidación de todos los criterios de calificación de las instituciones financieras no bancarias en un informe. Los cambios clave a la metodología actual se mencionan a continuación.

Cambios Clave a la Metodología

| Cambio Clave | Impacto directo de calificación |
|---|---------------------------------|
| Metodología consolidada: Esta metodología consolida tres informes de metodología individuales que abarcan al sector de instituciones financieras no bancarias, la cual brinda una visión más cohesiva de la evaluación de Fitch de instituciones financieras no bancarias y resulta en una significativa reducción en el número de hojas de metodología acerca del sector no bancario. | Ninguno |
| Estructura mejorada: La estructura revisada y el flujo del informe están diseñados para brindar una exposición más clara de las calificaciones asignadas, las características sobre las que están basadas y las relaciones y dependencias entre las mismas. | Ninguno |
| Presentación más clara de los factores clave de calificación: Este informe de metodología incluye una exposición más clara – mas no cambiada de manera substancial – de los factores clave de calificación de las IDRs de las instituciones financieras no bancarias. El informe incluye ahora una clara declaración de la Importancia de la evaluación de cada factor principal de calificación y una expresión de cómo un perfil de una institución financiera no bancaria con respecto a cada uno de los factores, es probable que influya sus calificaciones. Los cinco elementos clave del análisis de Fitch de instituciones financieras no bancarias ahora incluyen de manera uniforme el entorno operativo, el perfil de la empresa, la administración y la estrategia, el apetito de riesgo y el perfil financiero. Las consideraciones de calificación de los tres primeros elementos son consistentes en gran medida en todas las instituciones financieras no bancarias, mientras que las consideraciones del perfil de riesgo y perfil financiero difieren moderadamente. | Ninguno |
| Exposición mejorada de la evaluación del soporte: Si bien no es común dentro del sector de instituciones financieras no bancarias, este informe incluye texto y esquemas adicionales para expresar la manera en que Fitch asigna SRs y SRFs. En particular, estos proporcionan una claridad adicional sobre la manera en que Fitch estructura sus opiniones respecto a la capacidad y la propensión de soporte del soberano para proveer soporte a una institución financiera no bancaria. Ver la Sección III. | Ninguno |
| Cambio en la metodología de calificación de recuperación: Fitch ha revisado en este informe su metodología para asignar Calificaciones de Recuperación a emisiones de deuda de instituciones financieras no bancarias, y por consiguiente, para escalar o igualar las calificaciones de deuda preferente de instituciones financieras no bancarias con IDRs de 'B+' e inferiores. Toda vez que la mayoría de las instituciones financieras no bancarias no son reguladas de manera prudente, la metodología revisada está más alineada con la metodología corporativa de Fitch sobre las calificaciones de recuperación, la cual incluye un enfoque de liquidación y un enfoque de negocio en marcha. | Ninguno |
| Contenido complementario de los anexos: Este informe contiene nuevo contenido complementario en los Anexos, incluyendo texto sobre el uso de las revisiones de grupo/pares, lenguaje sobre la suficiencia de la información en el proceso de calificación, el uso de pruebas de estrés y otras herramientas en el proceso de calificación, y un resumen de los índices relevantes utilizados para informar acerca del proceso de calificación para cada uno de los cuatro subsectores. | Ninguno |

Fuente: Fitch.

Resumen y Estructura del Informe

I. Marco de Calificaciones

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

- IDRs de Largo Plazo
- IDRs de Corto Plazo

En circunstancias limitadas, Fitch también puede asignar calificaciones de soporte (*Support Ratings* o SRs, por sus siglas en inglés) y pisos de calificación soporte (*Support Rating Floors* o SRFs, por sus siglas en inglés) a instituciones financieras no bancarias. Para las definiciones completas de calificación, [haga clic aquí](#). Para información sobre el marco de calificación de las instituciones financieras no bancarias de Fitch, [haga clic aquí](#).

Fitch generalmente adopta un enfoque de “el más alto de” en la asignación de IDRs de Largo Plazo a instituciones financieras no bancarias. Específicamente, la agencia primero determina el nivel de IDR de Largo Plazo que una institución financiera no bancaria pudiera obtener basándose únicamente en su fortaleza financiera individual (según se refleje en el SRF) o soporte institucional, generalmente de los accionistas. Posteriormente, Fitch asigna (casi siempre) la IDR de la institución financiera no bancaria que resulte mayor de estos dos niveles.

II. Evaluación Individual

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

- Entorno Operativo
- Perfil de la Empresa
- Administración y Estrategia
- Apetito de Riesgo
- Perfil Financiero

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

III. Soporte

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

Los factores clave de calificación del soporte soberano son:

- Capacidad del soberano para proveer soporte
- Propensión del soberano a proveer soporte al sector específico no bancario
- Propensión del soberano a proveer soporte a una institución financiera no bancaria

Los factores clave de la calificación del soporte institucional son:

- Capacidad de la matriz para proveer soporte
- Propensión de la matriz a proveer soporte
- Obligaciones/limitantes legales y regulatorias

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

IV. Calificaciones de Emisión

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

V. Anexos

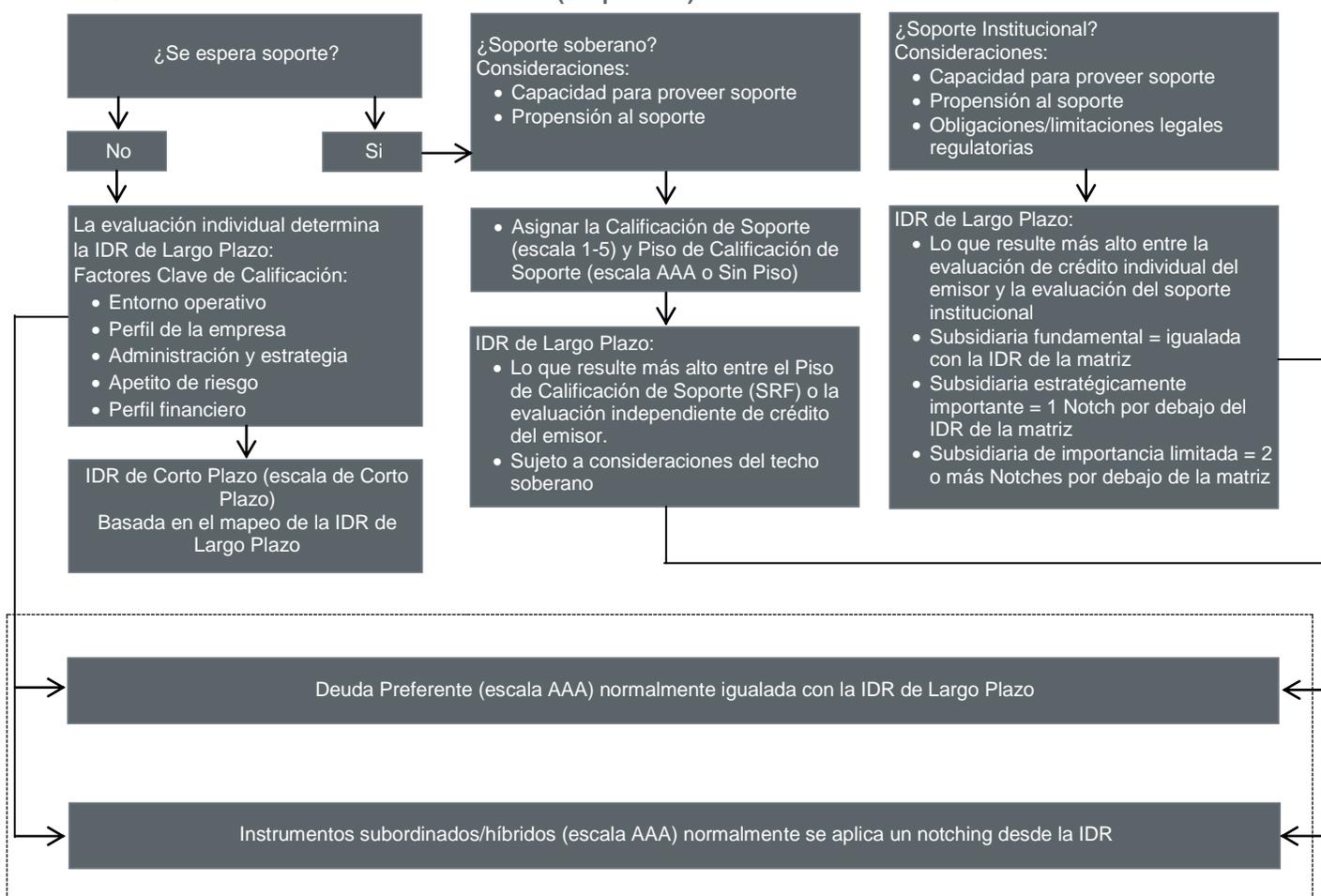
[Haga clic aquí](#) para información adicional sobre aspectos específicos de la metodología de calificación de instituciones financieras no bancarias e información sobre ciertos procedimientos de calificación.

I. Marco de las Calificaciones

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

Las Secciones II, III y IV proporcionan más detalle sobre la metodología para asignar las IDRs y las calificaciones de soporte (SRs y SRFs), y calificaciones de emisión respectivamente. Los lectores que no deseen revisar a detalle el marco de calificación de Fitch deberían ver estas secciones. Una versión simplificada del marco se presenta en la gráfica de la página 6.

Marco de Calificaciones de Instituciones No Bancarias (Simplificado)



IDR de Largo Plazo – Calificación de Emisor de Largo Plazo. IDR de Corto Plazo – Calificación de Emisor de Corto Plazo

I.1. Calificaciones de Emisor de Largo Plazo

Lo que miden

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

las obligaciones financieras cuya falta de pago “reflejaría mejor el incumplimiento no subsanado de esa entidad”.

Para una pequeña población de instituciones financieras no bancarias prudentemente reguladas en su mayoría, Fitch considera que las obligaciones cuya falta de pago reflejaría mejor el incumplimiento no subsanado, son generalmente obligaciones senior a terceros acreedores no gubernamentales. Para el universo más grande de instituciones financieras distintas a las no bancarias, Fitch por lo general considera que la falta de pago, tanto de obligaciones senior como de obligaciones subordinadas a terceros acreedores no gubernamentales, reflejaría la falta no subsanada del emisor. Por lo tanto, para la mayoría de las instituciones financieras no bancarias, es probable que únicamente ciertos títulos híbridos que permiten contractualmente el impago mientras sea un negocio en marcha (por ejemplo, diferimiento de cupones) caiga fuera del alcance de la IDR. Para más detalles, ver Lo que las IDRs de una institución financiera no bancaria evalúan: definición de obligaciones de referencia a continuación.

Lo que las IDRs de una institución financiera no bancaria evalúan: definición de obligaciones de referencia

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

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

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

Obligaciones de terceros vs obligaciones intragrupo

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

Acreedores privados vs acreedores del gobierno

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

Diferentes categorías de obligaciones

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

Cuándo se asignan

IDRs de Largo Plazo se asignan a virtualmente todas las instituciones financieras no bancarias con calificaciones internacionales. Aquellos casos excepcionales en donde una entidad emite exclusivamente deuda de corto plazo y por lo tanto se le puede asignar únicamente una IDR de Corto Plazo.

Cuando Fitch considera que es útil resaltar de manera separada el nivel del riesgo de incumplimiento de obligaciones en moneda extranjera y moneda local, puede asignar a una institución financiera no bancaria IDRs de Largo Plazo en Moneda Extranjera y en Moneda Local independientes. Esto se puede realizar, por ejemplo, cuando la agencia considera que hay una diferencia material en el riesgo de incumplimiento de obligaciones en distintas monedas (por motivos intrínsecos o de soporte, o dado un mayor riesgo de restricciones legales en el servicio de la deuda en moneda extranjera) o cuando la asignación de una IDR en Moneda Local es necesaria para derivar una Calificación Nacional de una institución financiera no bancaria.

Escala IDR de Largo Plazo

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

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

En cuál escala

Las IDRs de Largo Plazo se asignan en la escala 'AAA' (ver tabla a la izquierda).

Cómo se determinan

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

En caso de existir soporte institucional, la IDR de Largo Plazo se basa en la opinión de Fitch de la importancia estratégica de la entidad frente a su matriz y en una evaluación de la propensión y capacidad de la matriz para proveer soporte a la subsidiaria. En muchos casos, como para algunas compañías de financiamiento cautivas, Fitch no puede formular una opinión de calificación individual de la subsidiaria dados los niveles de integración financieros, operacionales y administrativos con la entidad matriz.

En ocasiones muy excepcionales, la IDR de Largo Plazo en Moneda Extranjera de una institución financiera no bancaria también se puede limitar en un nivel por debajo del implicado por el enfoque de "el más alto de". Esto ocurre cuando la evaluación individual de la institución financiera no bancaria es mayor que el Techo del País de la jurisdicción en donde tiene su domicilio, y el Techo del País limita la IDR de Largo Plazo de la institución financiera no bancaria. La SR de una institución financiera no bancaria (a diferencia de su evaluación individual) ya plasma las limitaciones (el riesgo de transferencia y restricciones de convertibilidad) reflejadas en el Techo País, y por lo tanto no se asignaría en un nivel que implique una IDR de Largo Plazo más alta que el Techo País.

Escala IDR de Corto Plazo

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

Un modificador '+' se puede agregar a la calificación 'F1' para indicar una calidad crediticia excepcionalmente fuerte. Haga clic aquí para una descripción completa de cada categoría de calificación.
Fuente: Fitch

Tabla de equivalencia de calificación

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

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

Fuente: Fitch.

I.2. Calificaciones de Emisor de Corto Plazo

Lo que miden

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

Cuándo se asignan

Las IDRs de Corto Plazo se asignan a todas las instituciones financieras no bancarias que tienen IDRs de Largo Plazo, excepto cuando un emisor no tiene, y no se espera que tenga, obligaciones de corto plazo materiales. El instrumento de corto plazo comúnmente calificado por Fitch en el área de instituciones financieras no bancarias es el papel comercial (CP).

En cuál escala

Las IDRs de Corto Plazo se asignan en una escala de siete puntos (ver la Figura 3).

Cómo se determinan

Las IDRs de Corto Plazo casi siempre se asignan de acuerdo con una tabla de equivalencia entre las IDRs de Largo Plazo y las de Corto Plazo (ver tabla a la izquierda). Cuando la IDR de Largo Plazo puede corresponder ya sea a dos IDRs de Corto Plazo (y la IDR de Largo Plazo está determinada por el perfil independiente de la institución financiera no bancaria), la IDR de Corto Plazo se determinará normalmente con base principalmente en la fortaleza del perfil de liquidez del emisor (ver sección IV.1).

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

I.3. Calificaciones de Viabilidad

Lo que miden

Únicamente en ocasiones excepcionales se asignan Calificaciones de Viabilidad (VRs, por sus siglas en inglés: *Viability Ratings*) a las instituciones financieras no bancarias. Las VRs se usan principalmente para medir la calidad crediticia intrínseca de un banco de manera individual, sin el beneficio de soporte del gobierno o soporte institucional. Ya que las instituciones financieras no bancarias normalmente no tienen la influencia sistémica de un banco, generalmente no tiene el potencial para recibir soporte soberano. En consecuencia, por lo general la medida del perfil crediticio individual de una institución no bancaria está incluida en la IDR de Largo Plazo. Fitch asignará VRs a instituciones financieras no bancarias únicamente en circunstancias limitadas; por ejemplo, para ayudar en la transparencia cuando las IDRs están determinadas por soporte soberano externo o cuando la entidad tiene las características de un banco (incluyendo potencialmente licencias bancarias y una base depósitos), pero cuando Fitch considera que, en balance, la metodología de las instituciones financieras no bancarias es el principal determinante del análisis. Si se asigna una VR a una institución financiera no bancaria, sería de acuerdo con la metodología y las normas aplicables para determinar el perfil crediticio de ese tipo de entidad,

según se describe en este informe de metodología. Para mayor información sobre las Calificaciones de Viabilidad, ver la “Metodología de calificación global de bancos” de mayo 2015.

I.4. Calificaciones de Soporte

Lo que miden

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

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

Cuándo se asignan

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

En cuál escala

Las Calificaciones de Soporte se asignan en una escala de cinco puntos, el ‘1’ representando una probabilidad extremadamente alta de soporte y el ‘5’ indicando que no se puede depender en el soporte. Cada SR esquematiza a un nivel mínimo las IDRs de Largo Plazo de la entidad (ver tabla en la página 11).

Escala de Calificación de Soporte

| Calificación | Probabilidad de soporte | Piso mínimo de la IDR de Largo Plazo |
|--------------|---|--------------------------------------|
| 1 | Una institución financiera no bancaria para la cual hay una probabilidad extremadamente alta de soporte externo. El proveedor potencial de soporte está altamente calificado en sí y tiene una propensión muy alta a proveer soporte a la institución financiera no bancaria en cuestión. | A- |
| 2 | Una institución financiera no bancaria para la cual hay una alta probabilidad de soporte externo. El proveedor potencial de soporte está altamente calificado en sí y tiene una alta propensión a proveer soporte a la institución financiera no bancaria en cuestión. | BBB- |
| 3 | Una institución financiera no bancaria para la cual hay una probabilidad moderada de soporte dadas las incertidumbres sobre la capacidad o propensión a soporte del proveedor potencial para hacerlo. | BB- |
| 4 | Una institución financiera no bancaria para la cual hay una probabilidad limitada de soporte dadas las incertidumbres significativas sobre la capacidad o propensión a soporte de cualquier posible proveedor para hacerlo. | B |
| 5 | Una institución financiera no bancaria para la cual hay posibilidad de soporte externo, más en el cual no se puede depender. Esto puede ser debido a una falta de propensión a proveer soporte o debido a una capacidad financiera muy débil para hacerlo. | No más alto de B- |

Fuente: Fitch.

Cómo se determinan

La metodología de Fitch para evaluar la probabilidad de soporte externo para una institución financiera no bancaria y para asignar su SR, se describe en la Sección III de este informe. Ya sea que considere soporte soberano o institucional, Fitch analizará tanto la capacidad y la propensión de la entidad soportadora para brindar asistencia a la institución financiera en cuestión.

I.5. Pisos de Calificación de Soporte***Lo que miden***

Los SRFs reflejan el punto de vista de la agencia acerca de la probabilidad de que la entidad calificada recibirá soporte extraordinario, en caso de necesitarlo, específicamente de autoridades de gobierno. Esto normalmente significa de parte de las autoridades nacionales del país en donde la institución financiera no bancaria tiene su domicilio, aunque en algunos casos Fitch también puede incluir en su evaluación el soporte potencial de instituciones de gobierno internacionales (ver también la Sección III.1 Soporte Soberano). Por lo tanto, los SRFs no plasman la posibilidad de soporte institucional de los accionistas de la entidad. Los SRFs indican el nivel mínimo que se pudiera asignar a las IDR de Largo Plazo de la entidad si la agencia no cambia su opinión sobre el soporte soberano potencial.

Cuándo se asignan

Los SRFs se asignan a instituciones financieras no bancarias en donde Fitch considera que la fuente más probable de soporte extraordinario potencial son las autoridades de gobierno, en vez de los accionistas de las instituciones financieras no bancarias. También se pueden asignar cuando se considera que el soporte institucional (accionista) es más confiable, más la agencia considera que sería útil indicar también el nivel al cual sería poco probable que las calificaciones bajaran debido al soporte del gobierno.

En cuál escala

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

Cómo se determinan

La metodología de Fitch para evaluar la probabilidad de soporte soberano para una institución financiera no bancaria y para asignar su SRF, se define en la Sección III.1 de este informe. Fitch analiza la capacidad del soberano para proveer soporte, su propensión a proveer soporte en específico al sector no bancario como un todo y su propensión a proveer soporte a la institución financiera no bancaria específica en cuestión.

I.6. Calificaciones de Emisión***Lo que miden***

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

calificaciones de emisión de corto plazo de una institución financiera no bancaria, como las de otros sectores, únicamente incorporan una evaluación del riesgo de incumplimiento del instrumento.

El incumplimiento de títulos subordinados/híbridos se define como cualquiera de los siguientes:

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

Cuándo se asignan

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

En cuál escala

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

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

Escala de Calificación de Recuperación (*Recovery Rating*)

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

Haga clic aquí para una descripción completa de cada calificación. ^a Relativa al nivel del riesgo de incumplimiento.

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

Cómo se determinan

Para emisiones de largo plazo de una institución financiera no bancaria, Fitch primero determina la probabilidad de incumplimiento/impago de una obligación específica, la cual mide en la escala de calificación de 'AAA' de largo plazo. El nivel de riesgo de incumplimiento/impago se determina que cualquiera de las dos está acorde con, o se aplica un notching desde, la IDR de Largo Plazo la cual sirve como la "calificación ancla" para la calificación de la emisión.

Habiendo establecido el nivel del riesgo de incumplimiento/impago de la emisión, Fitch entonces puede ajustar el mismo hacia arriba o hacia abajo para llegar a la calificación de la

emisión si la agencia considera que el instrumento tiene prospectos de recuperación por encima o por debajo el promedio. Cuando se considera que los prospectos de recuperación son promedio, la calificación de emisión estará a la par con la evaluación del riesgo de incumplimiento/impago. El alcance de un ajuste potencial hacia arriba/abajo en la calificación de emisión basado en los prospectos de recuperación del instrumento se muestra la tabla de arriba.

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

II. Evaluación Individual

Al evaluar el perfil individual de una institución financiera no bancaria Fitch considera cinco factores clave: el entorno operativo, el perfil de la empresa, la administración y la estrategia, el apetito de riesgo y el perfil financiero. Si bien los primeros tres factores son relativamente comunes en bancos y en instituciones financieras no bancarias, la evaluación del apetito de riesgo y del perfil financiero de una empresa es más propio del subsector en donde opera la empresa.

Puede haber casos en donde la evaluación del perfil crediticio de una entidad incluya componentes de la metodología para bancos e instituciones financieras no bancarias. Sin embargo, Fitch esperaría designar a la metodología principal en el Comentario de la Acción de Calificación relativo y, en su caso, en el Navegador de Calificaciones (*Rating Navigator*). Desde que inició la crisis financiera, varias entidades no bancarias se han transformado a empresas tenedoras bancarias/financieras y/o subsidiarias bancarias adquiridas en un esfuerzo por tener acceso a un fondeo de depósitos más estable. Algunos ejemplos incluyen a compañías de tarjetas de crédito, empresas de financiamiento de autos, prestadores comerciales y corredores de bolsa. En estos casos, Fitch considera la manera en que el perfil crediticio de la entidad se compara con los bancos y las instituciones financieras no bancarias que realizan actividades similares. Fitch asigna IDRs a las instituciones financieras no bancarias de manera global, y si bien todos los factores son ampliamente relevantes para todas las instituciones financieras no bancarias, su importancia relativa puede variar por emisor. Por lo tanto, la evaluación analítica de la importancia relativa variará en todas las zonas geográficas, instituciones y tiempo. El entorno operativo es el único factor que actúa como una limitación en las evaluaciones individuales de la mayoría de las instituciones. Fitch no emplea ponderaciones predeterminadas a cada factor o sub-factor ni objetivos cuantitativos por categoría de calificación, sino que toma un enfoque holístico al evaluar la calidad crediticia individual de una institución financiera no bancaria. Lo anterior refleja el hecho de que los factores de la calificación y las medidas cuantitativas pocas veces pueden observarse de manera aislada, ya que a menudo se interconectan y pueden cambiar con el tiempo. Por lo general, Fitch identificará la importancia relativa de los factores clave de la calificación en los estudios que publica, particularmente en *Ratings Navigators*, según corresponda.

Si un factor o sub-factor se considera parte de esta metodología, es importante por definición. Sin embargo, en relación con otros factores, puede tener menos importancia en el resultado de la calificación global para las instituciones financieras no bancarias individuales. Además, las cualidades asociadas con los factores y sub-factores clave de calificación tienen la intención de ser características representativas de esa categoría de calificación y no necesariamente una revisión exhaustiva y determinativa de ese factor o sub-factor. Por ejemplo, una institución financiera no bancaria puede clasificar en más de una categoría o algunas de las características pueden no aplicar. En esos casos, Fitch aplicará la categoría que mejor corresponda.

En esencia, los factores de evaluación individual han permanecido iguales por muchos años, aunque la importancia relativa para las instituciones financieras no bancarias, sectores o países ha cambiado con el paso del tiempo. Los factores de evaluación individual pueden continuar estando sujetos a revisiones simples para reflejar la evolución natural de los subsectores y los mercados financieros a nivel mundial, y los cambios en las amenazas y las oportunidades para las distintas industrias.

Consideraciones clave del marco de calificación de incumplimiento del emisor

| | Sociedades de Corretaje de Valores | Administradores de Inversiones | BDCs | Financiamiento y Arrendamiento |
|-----------------------------|---|---|----------------------|--------------------------------|
| Entorno Operativo | Calificación soberana, entorno económico y de negocio, desarrollo del mercado financiero, marco regulatorio | | | |
| Perfil de la Empresa | Franquicia, modelo de negocio, estructura organizacional | | | |
| Administración y Estrategia | Calidad de la administración, gobierno corporativo, objetivos estratégicos, ejecución | | | |
| Apetito de Riesgo | Riesgo Operacional | Riesgo Operacional | Normas de colocación | Normas de colocación |
| | Controles de riesgo | | | |
| | Crecimiento | | | |
| | Riesgo de Mercado | Riesgo de Mercado y Riesgo de Contraparte | Riesgo de Mercado | Riesgo de Mercado |
| Perfil Financiero | Calidad de activos | Desempeño de activos | Calidad de activos | Calidad de activos |
| | Ganancias y rentabilidad | | | |
| | Capitalización y apalancamiento | | | |
| | Fondeo, liquidez y cobertura | | | |

El marco de la evaluación individual considera cinco factores clave:

- Entorno operativo.
- Perfil de la empresa.
- Administración y estrategia.
- Apetito de riesgo.
- Perfil financiero.

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

Los cuatro subsectores de las instituciones financieras no bancarias son: sociedades de corretaje de valores, administradores de inversiones, empresas de desarrollo de negocios (BDCs, por sus siglas en inglés: *business development companies*, las cuales únicamente existen en los Estados Unidos de América) y compañías de financiamiento y arrendamiento. Una evaluación del Entorno Operativo, del Perfil de la Empresa, y de la Administración y Estrategia es muy común para todos los subsectores (así como también para los bancos), aunque algunas consideraciones con leves diferencias se describen más adelante. En cambio, las evaluaciones del Apetito de Riesgo y del Perfil Financiero de una institución financiera no bancaria pueden diferir por industria, por lo que estos factores se dividen en cuatro subcategorías.

II.1 Evaluación del entorno operativo

La evaluación de Fitch del entorno operativo de una institución considera los siguientes sub-factores:

- Calificación soberana
- Entorno económico
- Desarrollo del mercado financiero
- Marco regulatorio

Importancia de esta evaluación

El primer paso en la evaluación de Fitch de la calidad crediticia independiente es una revisión del entorno operativo de la institución, ya que esto establece el rango para las posibles IDRs. En muchos aspectos, el entorno operativo sirve como un factor limitante de la IDR. Esto significa, por ejemplo, que será raro que la IDR de una institución financiera no bancaria que opera en un entorno 'bb' sea más alta que 'bb', a pesar de que obtenga buenas calificaciones en otros factores o sub-factores.

Una evaluación del entorno económico y del marco regulatorio de las instituciones financieras no bancarias puede no estar alineada con la evaluación de un banco ubicado en la misma jurisdicción, y también puede diferir entre las distintas categorías de las instituciones financieras no bancarias. Por ejemplo, el arrendamiento de aeronaves puede ser mucho más susceptible a un shock económico que las actividades bancarias tradicionales. Además, se considera que el escrutinio regulatorio de los bancos en todo el mundo es considerablemente mucho más robusto que las regulaciones para los subsectores de las instituciones financieras no bancarias.

Calificación soberana: La calificación soberana frecuentemente actúa como un tope efectivo sobre el nivel máximo de las IDRs en una jurisdicción debido al deterioro en el entorno operativo que normalmente acompaña a un incumplimiento soberano. El riesgo de incumplimiento soberano también puede influenciar de manera directa el acceso de las instituciones financieras no bancarias a financiamiento y el costo del mismo. Sin embargo, en circunstancias limitadas en donde una institución financiera no bancaria tiene un perfil crediticio general muy sólido (dentro del contexto del mercado nacional) y particularmente un fuerte perfil de financiamiento, la IDR puede sobrepasar la calificación soberana. La diversificación geográfica internacional de las actividades comerciales también puede respaldar una calificación más alta que la del soberano nacional. Ver el Anexo 1 para más detalles.

También es muy posible que un soberano tenga una alta calificación, a la vez que las IDRs para las instituciones financieras no bancarias en el país sean significativamente más bajas. Esto puede ocurrir, por ejemplo, cuando una economía o industria, y por lo tanto, el entorno operativo para las instituciones financieras no bancarias, es relativamente débil, más la calificación soberana está respaldada por factores propios de las finanzas del gobierno y del balance general del soberano.

Consideraciones adicionales de calificación para los administradores de inversiones:

Fitch cree que los administradores de inversiones y los fondos alternativos diversificados alrededor del mundo tienen un mayor potencial para una diferenciación en la calificación en relación con su jurisdicción primaria si los fondos que administran, los activos en los que invierten y los inversionistas a los que prestan servicios se encuentran en entornos operativos más favorables o hay activos restringidos (*ring-fenced*) o flujos de efectivo que respaldan fuertemente las obligaciones calificadas.

Consideraciones adicionales para las compañías de financiamiento y arrendamiento:

Fitch cree que algunas compañías de financiamiento y arrendamiento pueden tener potencial para una diferenciación en la calificación positiva o negativa en relación con su jurisdicción primaria. Los arrendadores de aeronaves, por ejemplo, pueden tener su domicilio en algunos lugares para efectos fiscales, más pueden tener una cartera aeronáutica dispersa entre arrendatarios en varios países del mundo. En estos casos, Fitch toma en consideración cualesquier concentraciones geográficas y la transferibilidad del colateral, según lo determine la legislación local. En cambio, la calificación soberana tendría relevancia aumentada, y probablemente una mayor influencia en la calificación, para las empresas de política económica.

Entorno económico y de negocio: El entorno económico incorpora las opiniones de Fitch sobre las variables macro claves que pueden afectar las fortalezas crediticias fundamentales de una institución financiera no bancaria, tales como la etapa de desarrollo económico, expectativas de crecimiento económico, préstamos o crédito al Producto Interno Bruto (PIB) y proyecciones de empleo. La opinión de Fitch del entorno económico normalmente es influenciada por las proyecciones y los juicios del Grupo Soberano de la agencia y su Indicador Macroprudencial (ver la columna lateral). También refleja la etapa del desarrollo y la estabilidad relativa de la economía en su conjunto.

Fitch también considera las sensibilidades propias de la industria o del subsector a cambios en el clima económico en el cual opera. Algunas industrias se verán más influenciadas por cambios cíclicos en un entorno económico más amplio (por ejemplo, arrendamiento de aeronaves), mientras que otras pueden desempeñarse bien bajo varios escenarios de mercado (administradores de inversiones alternos). No obstante, otros negocios pueden tener una alta sensibilidad a indicadores determinados, como las tasas de interés (administradores de hipotecas).

No todas las instituciones financieras no bancarias en un país pueden recibir la misma clasificación bajo este factor, ya que los distintos subsectores pueden responder de manera muy diferente a las tendencias económicas. Por ejemplo, los periodos recesivos a menudo son el momento ideal para que los administradores de inversiones alternos usen su capital, pero no el mejor momento para que los prestadores de consumo extiendan créditos. Sin embargo, cada evaluación considerará una visión combinada del entorno operativo para las instituciones que operan en múltiples geografías. El entorno económico, el cual se encuentra incorporado de varias formas en la calificación soberana, se considera de manera separada porque es probable que un entorno económico cambiante afecte la opinión prospectiva de Fitch acerca del perfil crediticio una la institución.

Desarrollo del mercado financiero: Refleja el tamaño, la concentración y la titularidad del sistema financiero, la profundidad de los mercados de capital nacionales y el desarrollo de la infraestructura para respaldar a un sistema financiero que funciona de manera ordenada. Un mercado de capitales líquido y profundo y un prestador transparente y confiable de última instancia brindan soporte a la estabilidad del mercado. Características del mercado, tales como un sistema financiero más propenso a corridas de depósitos, un mercado de capitales subdesarrollado o en donde el soporte ordinario proveniente del banco central es limitado u opaco, generalmente resultaría en calificaciones crediticias individuales más bajas en un determinado sistema financiero.

Indicador macroprudencial de Fitch (MPI, por sus siglas en inglés: *Macro-Prudential Indicator*)

Desde el 2005, Fitch ha monitoreado sistemáticamente el desarrollo en los préstamos bancarios, los precios de viviendas, los precios de acciones y el tipo de cambio real (RER, por sus siglas en inglés: *Real Exchange Rate*) en más de 80 países para identificar el estrés sistémico potencial de un tipo a menudo precedido por una combinación de un rápido crecimiento de préstamos bancarios y burbujas en los mercados de activos y/o el RER. El riesgo se mide por el MPI en una escala del '1' (bajo) al '2' (moderado) a '3' (alto).

Marco regulatorio: La evaluación regulatoria de Fitch toma en consideración a la legislación pertinente de las instituciones financieras no bancarias, su exigibilidad y el estado de desarrollo. También toma en cuenta cómo se comparan la legislación y los derechos de los acreedores con prácticas internacionales y la disposición de los reguladores para intervenir y hacer cumplir las leyes y los reglamentos. Este análisis también considera el marco contable general aplicado, como las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de los Estados Unidos de América (U.S. GAAP, por sus siglas en inglés: *US Generally Accepted Accounting Principles*), la eficacia de auditoría y la frecuencia y solidez de la información financiera requerida.

Entorno Operativo

| | AAA | AA | A | BBB | BB | B | CCC e inferiores |
|--|--|---|--|--|---|---|---|
| Calificación soberana | Debe ser de jurisdicción 'AAA' | Limita la IDR ^a | Limita la IDR ^a | Limita la IDR ^a | Limita la IDR ^a | Limita la IDR ^a | Limita la IDR ^a |
| Entorno económico y de negocio | Opera principalmente en una industria altamente estable y en una economía o economías muy avanzadas con un alto grado de transparencia. La industria tiene un muy alto grado de resistencia a shocks económicos. | Opera principalmente en una industria muy estable y en una economía o economías muy avanzadas, con un alto grado de transparencia. La industria tiene un alto grado de resistencia a shocks económicos. | Opera en una industria estable y en una economía o economías muy avanzadas, con un buen grado de transparencia. La industria tiene un buen grado de resistencia a shocks económicos. | Opera en una industria, economía o economías moderadamente estables con un grado razonable de transparencia. La industria pudiera ser menos avanzada más tener un grado relativamente alto de resistencia a shocks económicos. | Opera principalmente en una industria menos estable y una economía o economías menos avanzadas. La transparencia puede estar limitada. La industria principal pudiera ser menos avanzada y/o susceptible a cambios adversos en shocks nacionales o internacionales. | Opera en una industria inestable y menos avanzada economía. La transparencia está limitada. La industria principal es altamente susceptible a cambios en shocks nacionales o internacionales. | El entorno de la industria y el económico son inestables. Hay una transparencia mínima. La industria es altamente susceptible incluso a cambios moderados en la situación económica nacional o internacional. |
| Desarrollo del mercado financiero | Opera principalmente en mercados financieros altamente avanzados. | Opera principalmente en mercados financieros muy avanzados. | Opera principalmente en mercados financieros avanzados. | Los mercados financieros están desarrollados, más no son profundos. | Los mercados financieros no están completamente desarrollados. | Los mercados financieros están menos desarrollados. | Los mercados financieros pueden estar subdesarrollados. |
| Marco regulatorio | El entorno regulatorio está altamente desarrollado y es transparente. La legislación y la regulación se aplican muy eficazmente. | El entorno regulatorio está muy desarrollado y es transparente. La legislación y la regulación se aplican eficazmente. | El entorno regulatorio está desarrollado y es transparente. La legislación y la regulación se aplican. | El entorno regulatorio está menos desarrollado, con un nivel aceptable de transparencia. La aplicación de la legislación y la regulación puede ser menos eficaz o transparente. | El entorno regulatorio se está desarrollando. La información financiera y la aplicación de la regulación son relativamente menos transparentes. | El entorno regulatorio está subdesarrollado o en desarrollo, con mínima transparencia. Dificultades con la aplicación de la legislación y la regulación. La información financiera y la aplicación de la regulación carecen de transparencia. | El entorno regulatorio no está desarrollado, con limitada transparencia. |

^aLa IDR puede estar uno o dos *notches* por encima bajo circunstancias limitadas, como se describe en el Anexo 1.

En general, Fitch considera que los marcos regulatorios de las instituciones financieras no bancarias son más débiles que los relativos a los bancos. Esto debido a que los bancos están sujetos a una variedad de reglas y reglamentos a nivel local e internacional. Si bien la amplitud y la profundidad de la regulación bancaria conllevan un costo, el cual está creciendo, sí proporcionan un nivel independiente de supervisión, el cual incluye métricas cuantitativas como suficiencia de capital, además de los requisitos relacionados con la administración de riesgos y la suficiencia de la infraestructura operacional.

Fitch generalmente considera de manera positiva la existencia de regulaciones, ya que puede ejercer disciplina con respecto a las estrategias de operación, liquidez y capitalización. Las regulaciones también pueden crear barreras de entrada, pues los nuevos participantes pueden considerar que los requisitos regulatorios son muy onerosos desde una perspectiva de tiempo, recursos y costos. Al contrario, la existencia de regulaciones en otros sectores, concretamente

bancos, puede y ha creado oportunidades de expansión para las instituciones financieras no bancarias, como los bancos alrededor del mundo que han optimizado las posiciones de capital al darle salida a ciertos productos y negocios. Esto ha sido particularmente aparente en préstamos estudiantiles, préstamos apalancados (los administradores de inversiones y las empresas de desarrollo de negocio son beneficiarios) y servicios de administración de hipotecas.

Sin embargo, el costo de hacer negocios ha aumentado para muchas instituciones financieras no bancarias, en particular como resultado del escrutinio de nuevos órganos reguladores de consumidores, como la Oficina para la Protección Financiera del Consumidor (*Consumer Financial Protection Bureau* o CFPB, por sus siglas en inglés) en los Estados Unidos de América, lo cual ha dado lugar a multas y penalidades para muchos emisores que trabajan a través de exámenes y revisiones iniciales. Los emisores han invertido de manera importante en sistemas regulatorios y de cumplimiento y en personal, lo cual se espera tenga un impacto enorme en las ganancias de las instituciones financieras no bancarias sin escala suficiente.

Consideraciones adicionales de calificación para los administradores de inversiones:

Se espera que los cambios regulatorios, particularmente como consecuencia de la reciente crisis financiera, continúen y pudieran impactar una variedad de factores que afectan a los administradores de inversión y a los fondos alternativos, incluyendo el panorama de competencia, los requisitos de información financiera, el potencial de ganancias y el financiamiento disponible. Si bien algunos pueden resultar beneficiosos, incluyendo las limitaciones sobre la participación de los bancos en el capital privado, otros cambios, como los requisitos de retención de riesgo de obligaciones de préstamo colateralizado, gastos incrementados de información financiera/cumplimiento y tratamientos fiscales adversos que impactan la retención de empleados, pudieran impactar de manera negativa el perfil financiero de un emisor y serían consideraciones clave. De manera similar, una reforma de los fondos de mercado monetario en los Estados Unidos de América, en la Unión Europea y en otras partes, pudiera impactar adversamente a los administradores de inversiones con franquicias que dependen demasiado en estos productos y clientes.

Los requisitos regulatorios varían en función de la estructura legal del administrador de inversiones o fondo alternativo, los productos que se están ofreciendo y la geografía en donde se distribuyen los productos. Los principales requisitos regulatorios de los productos clave y mercados de un administrador de inversiones son factores importantes al evaluar las necesidades de infraestructura y procesos de gestión de cumplimiento de los administradores de inversiones, particularmente en el caso de empresas internacionales.

Consideraciones adicionales de calificación para las BDCs: Las empresas de desarrollo de negocios están sujetas a una variedad de requisitos regulatorios, según lo prescribe la Ley de Sociedades de Inversión de 1940 (*Investment Company Act of 1940*), y Fitch pondera cuidadosamente el impacto de cada requisito en su evaluación del sector. El requisito de 200% de cobertura de activos, el cual limita de manera eficaz el apalancamiento del balance general a 1.0x, es considerado como favorable desde una perspectiva de calificación. No obstante, la mayoría de las BDCs eligen ser tratadas como Sociedades de Inversión Reguladas (RICs, por sus siglas en inglés: *Regulated Investment Companies*) para efectos fiscales, lo cual limita su retención de capital, y es considerada más negativa por Fitch.

Las regulaciones bancarias más estrictas están teniendo un gran impacto en el sector BDC, ya que el desarrollo de lineamientos respecto de préstamos apalancados ha limitado la participación de los bancos en los préstamos en el mercado medio. Las BDCs se han expandido para cubrir el vacío, pero el desequilibrio entre la oferta/demanda ya dado lugar a la presentación de propuestas legislativas que permiten una reducción en los requisitos de

cobertura de activos (a 150%) y un incremento en los límites de apalancamiento (a 2.0x). Que la legislación sea aprobada definitivamente permanece ambiguo, más la opinión de Fitch del apalancamiento podría resultar más conservadora de lo que las regulaciones permiten.

Consideraciones adicionales de calificación para las compañías de financiamiento y arrendamiento: Con frecuencia (mas no siempre) las compañías de financiamiento y arrendamiento están sujetas a regulaciones menos formales que los bancos. Sin embargo, en el caso de empresas orientadas al consumidor, nuevas regulaciones respecto del consumidor introducirán otro nivel de complejidad al modelo de negocios, pues algunas empresas se enfrentarán a una regulación formal por primera vez. Fitch ve de manera positiva la disciplina financiera y escrutinio extra que tal regulación puede generar, más se espera que el costo de hacer negocios incremente como resultado, lo cual podría tener un impacto significativo en la rentabilidad. Aun así, también se espera que las barreras de entrada aumenten, lo cual podría crear una estabilidad relativa en la participación de mercado.

II.2 – Evaluación del perfil de la empresa

La evaluación del Perfil de la Empresa de Fitch considera los siguientes sub-factores:

- Franquicia
- Modelo de Negocio
- Estructura Organizacional

Importancia de esta evaluación

La evaluación del perfil de una empresa abarca su franquicia, el modelo de negocio y la estructura organizacional. Juntos, ayudan a identificar los tipos de riesgos de negocio a los cuales se podría enfrentar una institución. La combinación de estos factores identifica las fortalezas, las debilidades, las oportunidades y las amenazas competitivas de las instituciones en el largo plazo.

Franquicia: La franquicia de una institución está representada en su posición competitiva dentro de su industria. Esto se puede reflejar en la participación de mercado, liderazgo en productos u otras medidas competitivas. La solidez de las relaciones con los clientes e inversionistas también se puede considerar como parte de la evaluación de la franquicia ya que puede facilitar a las firmas la atracción y la retención clientes estables de buena calidad. Un análisis de la base de clientes y de las relaciones con los clientes puede brindar información no sólo sobre su aparente experiencia a lo largo de sus líneas de negocio principales, sino también una indicación de la naturaleza recurrente de los ingresos.

Es probable que una institución que tiene escala, poder de fijación de precios y diversificación, tenga una calificación crediticia individual más alta, siendo todo lo demás igual. Es poco probable que el tamaño o la participación de mercado, tomados de manera aislada, sean factores de calificación positivos para la calificación crediticia individual; pero un sólido poder de fijación de precios, combinado con una posición líder en un nicho de mercado, con altas barreras de entrada, puede resultar en la asignación de una calificación crediticia individual más alta que la que se asignaría a una institución financiera no bancaria grande sin liderazgo en algún mercado internacional o local.

La franquicia de una institución también puede incorporar cualquier beneficio que recibe por formar parte de un grupo más grande (normalmente financiero), ya que a esto se le considera soporte ordinario. Esto puede incluir relaciones con clientes, flujos de depósitos o experiencia técnica que de otra manera la institución no tendría, sino por su relación con la institución matriz. La afiliación de una BDC con un administrador de inversiones grande a nivel internacional es un ejemplo de ese soporte ordinario, mientras que la relación de una

compañía financiera cautiva con su matriz productiva es un ejemplo más explícito. En cambio, la evaluación de la franquicia de una institución financiera no bancaria puede incorporar riesgos de contagio en caso de debilidad en el perfil crediticio de la matriz.

Perfil de la Empresa

| | AAA | AA | A | BBB | BB | B | CCC e inferiores |
|----------------------------------|---|---|---|--|---|---|--|
| Franquicia | Franquicia dominante en múltiples segmentos de negocio o geografías. Probabilidad de que perduren las fuertes ventajas competitivas. Tiene fuertes ventajas competitivas y poder de fijación de precios en segmentos de operación principales. Estas fortalezas se mantienen a lo largo de ciclos económicos. | Franquicia líder en múltiples segmentos de negocio o geografías. Probabilidad de que perduren en el largo plazo las sólidas ventajas competitivas. Ventajas competitivas demostradas y poder de fijación de precios. Estas fortalezas se mantienen durante múltiples ciclos económicos. | Franquicia fuerte en mercados o negocios clave. Operando en una sola economía grande o zona económica. Tiene una franquicia líder en algunos segmentos de operación o geografías clave. Ventajas competitivas demostradas y poder de fijación de precios en segmentos de operación clave. | Franquicia suficiente en geografías. Operando potencialmente en economías más pequeñas o ventajas competitivas limitadas o poder de fijación de precios en segmentos de operación principales. | Franquicia moderada en segmento de negocio clave o geografías. Ventajas competitivas limitadas y generalmente un o poder de fijación de precios en segmento(s) de operación principal(es). Historial de operación limitado. | Puede tener una franquicia menor en un segmento de negocio clave o geografías. No hay una ventaja competitiva perceptible. Historial de operación muy limitado. | No hay un valor de franquicia perceptible ni una ventaja competitiva. Historial de operación sumamente limitado. |
| Modelo de negocio | Modelo de negocio sumamente diverso y estable a lo largo de múltiples segmentos de operación o geografías. Masa crítica mantenida en todos los segmentos de negocio y geografías en donde opera. Mínima dependencia en negocios inestables. | Modelo de negocio muy diverso y estable en múltiples segmentos de operación o geografías. Masa crítica mantenida en la mayoría de los segmentos de negocio o geografías en donde opera. Dependencia moderada en negocios inestables. | Modelo de negocio diverso y estable. Masa crítica mantenida en segmentos de operación clave o geografías en donde opera. Dependencia notable en negocios inestables. | Modelo de negocio menos estable y/o diverso, dominado potencialmente por un segmento de operación clave o geografía. Mayor dependencia en negocios inestables. | Modelo de negocio menos diverso y estable, potencialmente con más especialización en un segmento de operación clave o geografía. Dependencia significativa en negocios inestables. | Estabilidad limitada del modelo de negocio. Puede depender totalmente de negocios inestables. | Modelo de negocio potencial y rápidamente evolucionando. |
| Estructura organizacional | Mínima complejidad estructural organizacional. Las principales entidades legales existen por claras razones de negocio. Alta visibilidad a principales entidades legales. | Mínima complejidad estructural organizacional. Buena visibilidad a las principales entidades legales. | Aumentada complejidad en la estructura organizacional. Buena visibilidad a las principales entidades legales. | | Complejidad significativa en la estructura organizacional. Potencialmente visibilidad limitada a principales entidades legales. | | Estructura organizacional sumamente compleja, opaca o cambiando substancialmente. |

Modelo de negocio: El modelo de negocio de una institución abarca las maneras en que genera ingresos y utilidades. Esto incluye una evaluación de la combinación de negocios de una institución, tales como activos/productos, estructura de servicios y proporción de ingresos y ganancias generadas de las líneas de negocio principales. Por ejemplo, un modelo de negocio enfocado en la especialización de una forma particular de préstamo, como préstamos estudiantiles, puede ser considerado como menos favorable que uno que depende de la prestación de una variedad más amplia de productos de préstamo (dependiendo del riesgo asociado con dichos productos, la estrategia adecuada de tales actividades y los recursos/experiencia de soporte disponibles). En algunos casos, la calificación crediticia individual de una institución financiera no bancaria se puede ver beneficiada o afectada por el perfil de riesgo del negocio de las empresas subsidiarias o filiales, dependiendo de su perfil de riesgo y de los beneficios potenciales de diversificación. Un ejemplo es una subsidiaria aseguradora que tiene riesgos adicionales de pólizas, inversión y regulatorios que pueden diferir de los riesgos de las actividades tradicionales de las instituciones financieras no bancarias.

De manera similar, los modelos de negocio que dependen en gran medida en negocios inestables, como la intermediación de títulos, también pueden resultar en que la calificación de un crédito individual esté limitada, con todas las demás cosas siendo iguales. Fitch considera actividades inestables aquellas donde los volúmenes de negocio o los ingresos pueden fluctuar significativamente entre los periodos de reporte.

Rangos de Calificación de Modelos de Negocio

| | Subsectores | Uso del balance general | Típica máxima categoría de calificación | Principales limitaciones de calificación | | | | |
|---|------------------------------------|-------------------------|---|--|---------------------------|--------------------------|--------------------|----------------------|
| | | | | Ciclicidad del negocio | Una sola línea de negocio | Financiamiento mayorista | Riesgo regulatorio | Ilíquidez de activos |
| Sociedades de corretaje de valores | Corredores de bolsa | Alto | | ✓ | ✓ | ✓ | | |
| | Corredores de bolsa mayorista | Bajo | 'A' para franquicias dominantes a nivel mundial; de lo contrario, 'BBB' | ✓ | ✓ | ✓ | | |
| | Corredores de bolsa minorista | Mediano | | ✓ | | | | |
| Administradores de inversiones | Als tradicionales | Bajo | | ✓ | | ✓ | | |
| | Als Alternativos | Bajo-Mediano | 'A' | ✓ | | ✓ | | |
| | Fondos Alternativos | Alto | | ✓ | | ✓ | | |
| Empresas de desarrollo de negocios | N.A. | Alto | 'BBB' | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ |
| Compañías de financiamiento y arrendamiento | Financiamiento al consumo | Alto | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | Financiamiento comercial | Alto | | ✓ | ✓ | ✓ | | |
| | Servicios financieros alternativos | Bajo | 'A' | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | Administradores de hipotecas | Bajo | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |

Fuente: Fitch

Las concentraciones desde una perspectiva del cliente y/o inversionista también puede ser un factor limitante de la calificación.

En términos generales, la falta de una significativa diversificación de ingresos para muchas instituciones financieras no bancarias crea un grado de vulnerabilidad a los factores externos y al entorno operativo de la cual la administración razonablemente no se puede aislar. El nivel resultante de volatilidad es generalmente inconsistente con el nivel de estabilidad de desempeño que Fitch espera observar en el extremo superior de la escala de calificaciones. Por lo tanto, si bien una calificación en la categoría 'AA' es posible, las instituciones financieras no bancarias generalmente no obtienen IDR no respaldadas por arriba de la categoría de calificación 'A'.

Consideraciones adicionales de calificación para los administradores de inversiones:

Fitch observa que durante una crisis mundial financiera los beneficios de diversificación disminuyen considerablemente, ya que muchas clases de activos (capital, ingresos fijos, crédito, fondos de cobertura) se correlacionan más estrechamente entre sí. Este es otro factor que por lo general limita el lado positivo de la calificación para los administradores de activos de la categoría 'A'. Dicho lo anterior, calificaciones más altas son posibles en los casos en donde el análisis principal se basa en la protección de los activos de un grupo líquido y diversificado de inversiones que está disponible para pagar obligaciones calificadas. En estos casos, se aplicarían otras metodologías basadas en activos, tales como Calificando Fondos de Deuda Cerrados y Acciones Preferentes (*Rating Closed-End Fund Debt and Preferred Stock*) de fecha 4 de septiembre de 2014, con cierta posible consideración concedida a la metodología de instituciones financieras no bancarias.

Estructura organizacional: La estructura de un grupo puede afectar una IDR, particularmente cuando el nivel de opacidad y complejidad es considerable. La complejidad de la estructura de un grupo no siempre será un factor negativo, pero las estructuras que incluyen niveles de sociedades tenedoras intermediarias, cuyas ubicaciones pueden estar determinadas

principalmente por los impuestos, o acuerdos de propiedad cruzada inexplicables y/o grandes participaciones minoritarias, es probable que limiten una IDR.

Normalmente, Fitch pretende comprender no sólo por qué el grupo está estructurado de la manera en que lo está, sino también las transacciones intragrupo como créditos, dividendos y asignación de costos entre varias entidades dentro del grupo. Esto es especialmente importante cuando el efectivo o el capital pueden quedar atrapados en otras subsidiarias reguladas y por lo tanto no están fácilmente disponibles para ser distribuidos al grupo en su conjunto.

Fitch también considera las dinámicas de propiedad, incluyendo si un emisor cotiza en la bolsa o si es una entidad privada, si hay propiedad de capital privado y/o propiedad no estratégica, y si existe una influencia significativa de partes relacionadas, a fin de entender el impacto sobre las decisiones estratégicas, liquidez y/o capitalización. Por ejemplo, la titularidad por parte de un fondo de capital privado con una vida de inversión limitada puede dar lugar a estructuras de capitalización más agresivas (por ejemplo, recapitalizaciones de dividendos), decisiones estratégicas más amigables para los accionistas (por ejemplo, un enfoque en un negocio de alto crecimiento) y/o mayores volúmenes de negocios inestables, si los consumidores cuestionan la estabilidad del negocio.

II.3 – Evaluación y estrategia de la administración

La evaluación de Fitch de la Administración y Estrategia considera los siguientes sub-factores:

- Calidad de la administración
- Gobierno corporativo
- Objetivos estratégicos
- Ejecución

Importancia de esta evaluación

Una evaluación de la administración, la estrategia y el gobierno corporativo es importante, sin embargo es la parte más subjetiva del análisis de Fitch. Considera cómo se maneja una institución, por ejemplo, a través del establecimiento de un negocio particular o metas financieras y el desarrollo de una estrategia para cumplir con esas metas, y por lo tanto proporciona un entendimiento de las motivaciones e incentivos dentro de la institución.

Calidad de la administración: La calidad de la administración es uno de los aspectos menos tangibles del análisis fundamental de Fitch. Mientras que la toma de decisiones de la administración determina muchos resultados que afectan el perfil crediticio de una institución, un entendimiento de lo que motiva a la administración, como la remuneración y la visión estratégica, son cruciales. Fitch considera la profundidad y la estabilidad de la dirección ejecutiva y de la alta administración un elemento clave de esta evaluación, además de la existencia de planes de sucesión. Los equipos de administración fuertes demostrarán un alto grado de credibilidad, confiabilidad, experiencia y competencia por parte de todos los interesados.

Fitch también considera la cultura corporativa y la identidad de las instituciones financieras no bancarias. Aunque esto también es un concepto intangible, una identidad cultural firmemente arraigada puede ayudar a asegurar que el apetito de riesgo coherente y las filosofías comunes de negocio sean adoptados de manera consistente en toda la organización, particularmente en donde hay transiciones administrativas, adquisiciones y/o expansiones geográficas.

En términos generales, Fitch considera al riesgo hombre clave como más prevaleciente en el área de instituciones financieras no bancarias, en comparación con los bancos, ya que la

posición de mercado de una empresa y su trayectoria son a menudo similares al fundador y/o Director General. Muchas instituciones financieras no bancarias tienen un historial de operación más corto, en comparación con los bancos, aumentando la posibilidad de que los fundadores permanezcan en la empresa. En consecuencia, la planeación de la sucesión y el desarrollo de un grupo arraigado de talento administrativo son cruciales para la dirección y el mantenimiento estratégico de la cultura empresarial de la institución financiera no bancaria.

Administración y Estrategia

| | AAA | AA | A | BBB | BB | B | CCC e inferiores |
|-------------------------------------|--|---|--|--|---|---|---|
| Calidad de la administración | La administración tiene un grado inigualable de profundidad, estabilidad y experiencia. No existe el riesgo de personal clave. Se lleva a cabo rutinariamente una planeación de sucesión para todos los puestos clave. La administración mantiene un fuerte grado de credibilidad entre todas las principales partes interesadas a lo largo de los ciclos económicos. La institución tiene una cultura corporativa sólida y consistente. | La administración tiene un muy alto grado de profundidad, estabilidad y experiencia. El riesgo de personal clave es limitado. Se lleva a cabo rutinariamente una planeación de sucesión para los puestos ejecutivos clave y la rotación es muy baja. La administración ha mantenido un muy alto grado de credibilidad entre todas las principales partes interesadas durante un | La administración tiene un alto grado de profundidad, estabilidad y experiencia. El riesgo de personal clave es modesto. Se implementa la planeación de sucesión de puestos ejecutivos clave y la rotación es baja. La administración mantiene un alto grado de credibilidad entre las principales partes interesadas. La institución tiene una cultura corporativa buena y consistente. | La administración tiene un buen grado de profundidad, estabilidad y experiencia. El riesgo de personal clave es moderado. La rotación ejecutiva es manejable. La administración tiene un buen nivel de credibilidad entre la mayoría de las partes interesadas. La cultura corporativa es sana, pero puede ser menos consistente que entidades con | La administración tiene un grado aceptable de profundidad, estabilidad y experiencia, pero notablemente menor que entidades con calificaciones más altas. El riesgo de personal clave es elevado. La rotación de la administración o la dependencia en personas clave puede ser más predominante que en entidades con calificaciones más altas. | La administración puede tener evidentes debilidades, incluyendo la falta de profundidad, estabilidad o experiencia. El riesgo de personal clave es alto. La rotación de la administración se puede considerar alta. | Las deficiencias en la administración pueden ser significativas. |
| Gobierno Corporativo | <p>El gobierno corporativo es eficaz.</p> <p>El gobierno corporativo es generalmente eficaz, pero algunas debilidades menores pueden limitar las calificaciones.</p> <p>El gobierno corporativo es ineficaz y afecta negativamente las calificaciones.</p> | | | | | | |
| Objetivos estratégicos | Los objetivos estratégicos están claramente expresados y reflejan niveles sostenibles de desempeño comercial y financiero a largo plazo. Los objetivos estratégicos permanecen altamente consistentes durante un periodo prolongado. | Los objetivos estratégicos están expresados y reflejan un nivel sostenible de desempeño comercial y financiero a largo plazo. Los objetivos estratégicos son muy consistentes a lo largo del | Los objetivos estratégicos están bien expresados y reflejan un nivel de desempeño comercial y financiero de mediano plazo. Los objetivos estratégicos pueden cambiar moderadamente con el tiempo. | Los objetivos estratégicos están documentados y reflejan un nivel de desempeño comercial y financiero de mediano plazo. Los objetivos estratégicos pueden cambiar con el tiempo y ser más oportunistas. | Los objetivos estratégicos pueden no estar claramente expresados y/o reflejan un nivel de desempeño comercial y financiero a corto plazo. Los objetivos estratégicos pueden cambiar con base en las | Los objetivos estratégicos no están expresados y reflejan un nivel de desempeño comercial y financiero a corto plazo. Los objetivos estratégicos cambian frecuentemente. | Carecen de objetivos estratégicos. |
| Ejecución | La institución cumple consistentemente con los objetivos comerciales y financieros meta a lo largo de ciclos económicos y/o de mercado. | La institución rutinariamente cumple con los objetivos comerciales y financieros meta con una variabilidad muy limitada durante ciclos económicos y/o de mercado. | La institución generalmente cumple con los objetivos comerciales y financieros meta, sin embargo con una variabilidad modesta durante ciclos económicos y/o de mercado. | La institución generalmente cumple con los objetivos comerciales y financieros meta. La ejecución se vuelve más variable con los cambios en los ciclos económicos y/o de mercado. | La institución a menudo no puede cumplir con los objetivos comerciales y financieros meta. La ejecución es variable con base en los cambios en los ciclos económicos y/o de mercado. | La institución normalmente no puede cumplir con los objetivos comerciales y financieros meta. La ejecución es sumamente variable con base en los cambios en los ciclos económicos y/o de mercado. | La institución no cumple con los objetivos comerciales financieros. |

Consideraciones adicionales de calificación para los administradores de inversiones: El riesgo de personal clave a menudo es una característica de la industria de administradores de inversiones y puede ser considerado como un factor de calificación limitante. Los Als frecuentemente dependen mucho en una sola o en unas cuantas personas clave

(generalmente los fundadores), los cuales, entre otras cosas: tienen un profundo conocimiento de la industria/habilidades, sólidas reputaciones y contactos comerciales; fomentan la capacidad para conseguir nuevas oportunidades de inversión y reúnen capital para invertir en los fondos de la empresa; y brindan experiencia en juicios crediticio y selección de activos. La salida de una persona clave puede causar una interrupción material en los prospectos de negocios futuros de la organización y dañar su franquicia.

También puede haber eventos detonantes en los documentos que rigen a los fondos (como los contratos sociales de las sociedades en comandita (LPs, por sus siglas en inglés: *limited partnership*) o en los estatutos sociales) que permitan la amortización anticipada o retiros por partes de las LPs o la remoción de un socio general si una persona clave deja la empresa. Si existen gatillos significativos de fácil ocurrencia y que crean potencialmente requerimientos de liquidez significativos, es probable que las calificaciones estén limitadas.

Gobierno corporativo: Fitch evalúa el gobierno basándose específicamente en el país y en el emisor, de manera consistente con su metodología Evaluación del gobierno corporativo. Muchas de las consideraciones basadas específicamente en los países se traslapan con las consideraciones en el análisis del entorno operativo incluyendo el principio de derecho, los niveles de corrupción y el tratamiento de los derechos del acreedor. Las consideraciones particulares de los emisores incluyen, de manera enunciativa más no limitativa, la composición y la eficacia del consejo, la transparencia y las transacciones con partes relacionadas. Con base en la evaluación de Fitch, el gobierno corporativo puede ser o neutral para la calificación individual o la puede limitar. Las buenas prácticas de gobierno, por sí solas, no afectarán positivamente la calificación individual. Sin embargo, las mejoras sí pueden hacerlo.

La existencia de cualquier falla(s) en el gobierno corporativo no necesariamente pesará sobre la calificación individual, siempre que esté bien comprendida de acuerdo con las expectativas al nivel de la calificación individual y que Fitch considere hay mitigantes adecuadas. El gobierno corporativo puede ser un factor de calificación, por sí mismo, si una deficiencia previamente desconocida en el gobierno corporativo sale a la luz y Fitch la considera lo suficientemente material para no ser proporcional a la calificación individual, o la deficiencia no se mitiga adecuadamente.

Más común en el área de instituciones financieras no bancarias, la propiedad y el control mayoritario pueden mantenerse en los fundadores y los empleados de la empresa, lo cual brinda a la administración discreción significativa sobre la estrategia y el perfil crediticio de la empresa. En este caso, la participación y la influencia relativas de parte de terceros independientes contribuirán a la opinión de Fitch sobre el gobierno corporativo de la empresa.

Consideraciones adicionales de calificación para las sociedades de corretaje de valores: Algunas sociedades de corretaje de valores son privadas o están estructuradas como sociedades. Esto puede hacer más complicada la percepción interna de la administración y puede significar que los administradores que también son socios de la empresa actúen como agentes y representantes al mismo tiempo, afectando potencialmente las calificaciones. Si los socios-administradores actúan de manera prudente y en el mejor interés de la empresa y toman acciones medidas o sufren personalmente las consecuencias económicas de la excesiva toma de riesgo, las calificaciones podrían verse influidas de manera positiva. Por el contrario, la toma de decisiones desenfundada de las personas podría ser altamente subjetiva, exponiendo a las calificaciones a un riesgo adicional.

La búsqueda del lucro personal como resultado de las transacciones es más alentado entre sociedades de corretaje de valores dada la estructura de sus esquemas de compensaciones de los operadores de intermediación, con bonos estrechamente ligados a las ganancias. Cuando la divulgación lo permite, Fitch puede analizar la administración y sus controles con

respecto a las compensaciones en estas empresas. Las mejores prácticas se basan en un comité de compensaciones independiente y una política de compensaciones establecida y consistente que tenga como objetivo alinear la compensación con los intereses de mediano plazo de la empresa, más que con los intereses de corto plazo de los individuos.

Consideraciones adicionales de calificación para los administradores de inversiones: El gobierno corporativo de los administradores de inversiones puede tomar una gran variedad de formas, dependiendo de la naturaleza del negocio de la empresa, su estructura legal y las restricciones legales relativas a sus actividades principales y la(s) jurisdicción(es) en donde opera. Un AI que cotiza en la bolsa puede estar estructurado como una LP y puede caer dentro de las excepciones de ciertos requisitos de gobierno corporativo de los listados de las bolsas de valores locales, como la representación independiente del consejo.

Fitch evaluará la estructura del gobierno corporativo establecida para la empresa administradora para abordar los posibles conflictos de interés. Las políticas pueden permitir el establecimiento de posiciones tanto de capital como de deuda dentro de la misma empresa en distintos vehículos de inversión. En empresas que están bajo una reestructuración o que se enfrentan a una posible quiebra, la propiedad de participaciones de deuda y capital pueden presentar conflictos materiales de interés. Las políticas también pueden permitir la propiedad del mismo tipo de título en una gran variedad de vehículos de inversión. Fitch evaluará las políticas y los procedimientos de asignación y la amplia participación para limitar los riesgos que dichos conflictos de interés pueden presentar.

Consideraciones adicionales de calificación para las BDCs: Fitch evaluará la estructura del gobierno corporativo establecida por la empresa administradora para abordar los posibles conflictos de interés. Las políticas también pueden permitir la propiedad del mismo tipo de título en una gran variedad de vehículos de inversión. Fitch evaluará las políticas y los procedimientos de asignación y la amplia participación para limitar los riesgos que dichos conflictos de interés pueden presentar.

Objetivos estratégicos: Los objetivos estratégicos de una institución son un reflejo de sus metas comerciales y financieras. Estas pueden representar objetivos de negocio como la participación de mercado o medidas financieras como rentabilidad o capitalización. El cumplimiento con estos objetivos impulsa la toma de decisiones a través de la organización y por lo tanto a menudo motiva a la administración y a los empleados.

Una estrategia cohesiva y robusta de mediano/largo plazo bien interpretada y eficazmente comunicada a las partes interesadas y que equilibre los riesgos y las recompensas, es probable que sea positiva para la calificación individual. Fitch también revisará las filosofías estratégicas clave de la administración, por ejemplo, crecimiento guiado por la adquisición versus el crecimiento orgánico y/o la expansión regional/internacional versus la concentración en mercados nacionales, ya que esto puede resaltar las fortalezas o las debilidades en el plan estratégico o indicar el apetito de riesgo general de la administración. Fitch también considera qué tan alcanzables son estos objetivos.

Ejecución: Esto abarca la capacidad de una institución para cumplir con sus objetivos comerciales y financieros definidos. La evaluación de Fitch generalmente se obtiene a través de una evaluación de comparaciones de presupuestos y proyecciones (cuando están disponibles) o de ambiciones públicamente expresadas y resultados reales. Esta evaluación generalmente tomará un punto de vista de mayor plazo, por lo que la incapacidad para cumplir con todos o con cualquiera de los objetivos en un periodo de reporte determinado, no necesariamente resultará en cambio alguno en la evaluación de Fitch. Más bien, Fitch considera cómo, con el tiempo, una institución ha manejado sus metas establecidas.

II.4 Evaluación del apetito de riesgo

Importancia de esta evaluación

El nivel del apetito de riesgo establecido por el consejo es una consideración importante al evaluar el perfil crediticio del emisor y la opinión de Fitch puede estar informada por declaraciones realizadas por el consejo con respecto al apetito de riesgo. Fitch evalúa si las utilidades objetivo, los objetivos de crecimiento y las metas aparecen proporcionadas con el nivel de riesgo declarado descrito. Fitch aplicará su propio juicio y contrastará la posición de riesgo declarada por un emisor contra su propia percepción del grado de riesgo inherente en un giro de negocio, producto o estrategia en particular. Fitch también considerará los riesgos operacionales y/o de prestigio cuando éstos sean materiales para la institución.

La estabilidad de los resultados a través del ciclo puede ser un indicador útil del apetito de riesgo. Formar una opinión sobre el apetito de riesgo de una institución financiera no bancaria va de la mano con una evaluación de sus controles de riesgo. Un alto apetito de riesgo de una institución financiera no bancaria se puede mitigar empleando controles de riesgo fuertes, garantía y fijación de precios basada en el riesgo; en cambio, los riesgos pueden ser altos incluso en instituciones financieras no bancarias con un bajo apetito de riesgo establecido si los controles resultan ser ineficientes. No obstante, el rango natural de la calificación en emisores con un apetito de riesgo intrínsecamente más alto, independiente de la solidez de los controles empleados, será generalmente más bajo que los rangos de la calificación en emisores cuyo apetito de riesgo es considerado por Fitch como modesto o mejor manejado.

II.4.a Sociedades de corretaje de valores

La evaluación de Fitch del apetito de riesgo de las sociedades de corretaje de valores incluye los siguientes sub-factores:

- Controles de riesgo
- Crecimiento
- Riesgo de mercado
- Riesgo operacional

Controles de riesgo: La amplitud y la sofisticación de los sistemas de administración de riesgos relacionados con el perfil de riesgo del negocio son factores de calificación importantes. Una administración de riesgo consistentemente sólida es vital para la supervivencia de la mayoría de las sociedades de corretaje. Por lo tanto, la evaluación de la cultura y la administración de riesgo de una empresa es un factor clave en el análisis de las calificaciones. También se consideran a los controles de riesgo en el contexto del modelo de negocio de la sociedad de corretaje de valores y la medida en que la empresa individual está expuesta a varios tipos de riesgo. Por ejemplo, una empresa puramente de asesoría tendrá una exposición de riesgo directa menor, pero estará sujeta a una mayor ciclicidad de ganancias. Es poco probable que una sólida administración de riesgo por sí sola conlleve a una calificación más alta, pero las debilidades identificadas en la administración de riesgo a menudo conllevan a una calificación más baja.

Evaluar la administración de riesgo es particularmente difícil dada la naturaleza propietaria y la relativamente débil divulgación pública de la mayoría de las empresas. El análisis de administración de riesgos de Fitch no incorpora ninguna validación de modelos o metodología, sino que incluye una revisión de alto nivel de las prácticas, procesos, pruebas de estrés y algunos de los supuestos clave subyacentes de la gobernabilidad de riesgo de una empresa. Fitch intenta comprender el nivel de compromiso de la administración de riesgos en toda la empresa, la variedad de comités y membrecías, así como la independencia y autoridad que conlleva cada función de riesgo.

Esta sección refleja la metodología de calificación de Fitch según se incluía previamente en el informe de metodología "Metodología de calificación para sociedades de corretaje de valores" de fecha 31 de enero de 2014.

Fitch considera que el riesgo de reputación es un factor de calificación sumamente importante y evalúa la severidad de las políticas y los procesos que se implementan para asegurar un análisis apropiado de todos los riesgos. Por ejemplo, una posible consideración es si la introducción de nuevas actividades comerciales materiales es antecedida por un estudio apropiado del crédito, mercado, riesgo operacional y de reputación relacionados y sus efectos en la franquicia general.

La evaluación de Fitch de los controles de riesgo considera los tipos de información administrativa que una institución proporciona ya que esto brinda una valiosa percepción de las variables clave que la firma monitorea. Fitch considera la manera en que estas herramientas se utilizan en la toma de decisiones administrativas y qué tanto se extienden en la organización. Estos controles deben incluir todos los riesgos clave en que pueden incurrir las sociedades de corretaje de valores típico como riesgos de mercado, operacional, reputacional y crédito.

Crecimiento: Generalmente, Fitch mide la expansión general del balance general contra el crecimiento económico subyacente, tasas internas de generación de capital, crecimiento de personal, actividad del mercado y promedios de pares, del sector y de la industria para identificar cualesquier comportamientos atípicos y para evaluar la acumulación de riesgos potenciales. Un rápido crecimiento puede obscurecer el análisis financiero, por ejemplo, dificultando formar una opinión de la rotación del inventario, y puede ser indicativo de una disminución de normas o de una demanda lenta. Además, Fitch puede realizar pruebas de estrés en un intento de medir el impacto potencial sobre la calificación crediticia independiente de una rápida (o más rápida de lo normal) expansión.

El crecimiento del negocio o del balance general, de la mano con un crecimiento sostenible de largo plazo o que refleje un incremento sostenible en la franquicia, generalmente tendrá una influencia positiva en la calificación individual. Un rápido crecimiento puede introducir otros retos tales como estreses operacionales, ya que las funciones administrativas (*back-office*) o los sistemas pueden no tener la capacidad para manejar volúmenes de negocio aumentados y, por lo tanto, sería negativo para la calificación individual.

Riesgo de mercado: El riesgo de mercado directo es más notable para las sociedades de corretaje de valores que participan en actividades de creación de mercado. Sin embargo, las empresas de asesoría y corredores de bolsa mayorista están expuestos al riesgo del mercado de segundo nivel en el sentido que dependen de la actividad de fusión y adquisición y en los volúmenes de intermediación, respectivamente, para respaldar las ganancias y el crecimiento.

Fitch considera cómo una empresa maneja su apetito por riesgo de mercado y sus capacidades del sistema a la luz de los constantes desarrollos del mercado. El mantenimiento de las principales prácticas de administración de riesgo de mercado requiere actualización constante, inversiones y vigilancia. Una pobre administración de riesgo de mercado o una toma agresiva de riesgo de mercado sin el uso de mitigantes (tales como coberturas) son consideradas como factores determinantes de calificación individual negativos.

Métricas clave del riesgo de mercado de las sociedades de corretaje de valores

VaR promedio/Capital fundamental según Fitch

VaR estresada según Fitch/ Capital fundamental según Fitch

Ingresos diarios de intermediación principal/ VaR de intermediación promedio

Ingresos de principales transacciones/ Total de ingresos

Fuente: Fitch.

Apetito de Riesgo — Sociedades de Corretaje de Valores

| | AAA | AA | A | BBB | BB | B | CCC e inferiores |
|--|--|--|--|--|--|---|---|
| Controles de riesgo | Las herramientas de riesgo y de información son extremadamente sólidas. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo con cambios mínimos durante periodos prolongados. Los controles de riesgo se extienden por la organización. Los productos bancarios nuevos son revisados y probados mucho antes de lanzarlos. | Las herramientas de riesgo y de información son muy sólidas. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo con cambios menores durante periodos prolongados. Los controles de riesgo se extienden por la organización. Los productos nuevos son revisados y probados cuidadosamente antes de lanzarlos. | Las herramientas de riesgo y de información son sólidas. Se monitorean los límites de riesgo, pero pueden cambiar con base en las condiciones del negocio. Los controles de riesgo están centralizados. Los productos nuevos son probados cuidadosamente antes de lanzarlos. | Las herramientas de riesgo y de información son buenas. Los límites de riesgo son buenos y se monitorean, aunque pueden fluctuar con base en las oportunidades. Los controles de riesgo son menos generalizados a lo largo de la organización. Los productos nuevos son probados antes de lanzarlos. | Las herramientas de riesgo y de información son aceptables, pero pueden carecer de profundidad o complejidad. Los límites de riesgo pueden cambiar con base en las oportunidades de negocio. Los productos nuevos no se pueden revisar o probar a fondo antes de lanzarlos. | Las herramientas de riesgo y de información pueden ser deficientes. Los límites de riesgo son crudos y no se pueden monitorear con frecuencia. La violación de los límites puede que no desencadene una intensa atención de la administración. Los productos nuevos no son probados antes de lanzarlos. | Hay deficiencias significativas de control de riesgo. |
| Crecimiento | Es poco probable que el crecimiento del balance general o el crecimiento del negocio superen la generación interna de capital y el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocio. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento del balance general o el crecimiento del negocio pocas veces superan la generación interna de capital y el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocio. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio. | En ocasiones, el crecimiento del balance general o el crecimiento del negocio pueden exceder la generación interna de capital y el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocio. El ambiente de control generalmente se adapta adecuadamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio. | Con más frecuencia, el crecimiento del balance general o el crecimiento del negocio exceden la generación interna de capital y el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocio. El ambiente de control se puede quedar atrás de volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento del balance general o del negocio a menudo excede la generación interna de capital y el crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos de negocio. Es probable que el desarrollo del ambiente de control se quede atrás de altos volúmenes de negocio. | El crecimiento del balance general normalmente excede la generación interna de capital y el crecimiento sostenible a largo plazo de los segmentos de negocio. El ambiente de control rutinariamente se queda atrás de volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento puede estar por encima de niveles sostenibles. |
| Riesgo de mercado (directo e indirecto) | La exposición a riesgos de mercado es muy baja. Los riesgos de tasa de interés estructural y de moneda extranjera son muy bajos con relación a sus pares. La intermediación por cuenta propia es muy baja. | La exposición a riesgos de mercado es baja. Los riesgos de tasa de interés estructural y de moneda extranjera son bajos con relación a sus pares y mitigados apropiadamente a través de coberturas. La intermediación por cuenta propia es baja. | La exposición a riesgos de mercado es modesta. Los riesgos de tasa de interés estructural y de moneda extranjera son modestos y mitigados apropiadamente a través de coberturas. La intermediación por cuenta propia puede ser material, pero tiene buenos controles. | La exposición a riesgos de mercado es promedio. Es probable que se empleen técnicas de cobertura adecuadas. La intermediación por cuenta propia puede ser material. Los controles pueden ser satisfactorio, pero algo por debajo de las mejores prácticas de la industria. | La exposición a riesgos de mercado es elevada. Los riesgos de mercado pueden abarcar riesgos de tasa de interés estructural y de moneda extranjera. Se pueden emplear técnicas básicas de cobertura o la eficacia algo comprometida. | La exposición a riesgos de mercado es alta o altamente variable. Los riesgos no se pueden cubrir eficazmente. | Puede haber riesgo de mercado significativo. No se han establecido controles. |
| Riesgo operacional | Muy sólida infraestructura/marco de riesgo operacional. Trayectoria demostrada de pérdidas operacionales limitadas. | Sólida infraestructura/marco de riesgo operacional. Trayectoria demostrada de pérdidas operacionales limitadas. | Buena infraestructura/marco de riesgo operacional. Las pérdidas operacionales significativas se corrigen rápidamente. | Adecuada infraestructura de riesgo operacional, con algunos procesos subcontratados con terceros procesadores. Pueden ocurrir pérdidas operacionales, pero son manejables. | Limitada infraestructura de riesgo operacional, con una gran dependencia en terceros proveedores. Historial de pérdidas/problemas operacionales. | Débil infraestructura de riesgo operacional. Historial de pérdidas/problemas operacionales. | Faltas significativas de administración de riesgo operacional. |

Aunque las sociedades de corretaje de valores que no tienen valores en sus balances por lo general sólo tienen una exposición limitada al riesgo de mercado, sus ingresos están fuertemente expuestos al volumen de transacciones dentro del mercado. Los ingresos podrían caer cuando los valores del mercado caen o la volatilidad es menor y podrían aumentar cuando los precios aumentan o cuando la volatilidad es mayor. De forma similar, aún las empresas de asesoría están sujetas a la ciclicidad del volumen de transacciones, la cual afecta su rentabilidad. Esta vulnerabilidad a la volatilidad del ingreso es lo que en ocasiones limita a las sociedades de corretaje de valores de alcanzar calificaciones superiores a la categoría "A", incluso a las empresas más solventes.

Por lo general, las operaciones de intermediación por cuenta propia y las posiciones de inversión retenidas (no cubiertas) tales como las inversiones de capital privado y los tramos de bursatilización son considerados como factores crediticios negativos. El colateral y las coberturas son por lo general empleados para mitigar los riesgos de mercado, pero las coberturas son imperfectas y generalmente permanece un grado de exposición de mercado y de crédito. Como resultado, tanto las posiciones netas y brutas son consideradas en la evaluación de calificación de Fitch en la medida en que dicha información sea reportada.

En el caso de empresas con actividades de intermediación significativas, Fitch se enfoca en los medios de medición y administración de riesgo de mercado de la empresa. Estos normalmente incluyen el valor en riesgo (VaR, por sus siglas en inglés: *Value at Risk*), límites de pérdida, límites de concentración, análisis de sensibilidad y pruebas de estrés.

Las calificaciones individuales se benefician cuando los niveles absolutos de riesgo de mercado son conservadores, en relación con el capital, a través del ciclo, y la entidad compara favorablemente con sus pares bajo el rango de las métricas de riesgo de mercado. De la misma manera, las calificaciones serán más bajas cuando los niveles absolutos de riesgo de mercado sean mayores o sean desmedidos en relación con los niveles de capital, o la mayoría de las métricas de una empresa comparen desfavorablemente con sus pares.

Fitch con frecuencia evalúa la idoneidad de las medidas de riesgo comparándolas con las pérdidas reales incurridas – la comparación del VaR histórico con datos de pérdidas reales son una característica de la presentación de informes de riesgo de la mayoría de las empresas que llevan a cabo operaciones de intermediación. Fitch revisa los resultados reales de las transacciones a través de periodos de tiempo, toma nota de cualquier tendencia presentada y puede comparar el desempeño de una entidad individual contra los resultados del mercado y de sus pares, cuando es posible. Fitch puede aplicar sus propias razones de estrés a los datos VaR reportados por las empresas y los compara con los índices de rentabilidad y capitalización a fin de evaluar la capacidad de la empresa para absorber los riesgos asumidos.

El basarse solamente en el VaR resulta insuficiente para medir las complejas posiciones y estructuras de muchas mesas de transacciones. El VaR provee cierta información, pero no es confiable en condiciones de mercado anormales – sin duda en el momento en que debería ser más relevante. Cuando se encuentran disponibles, Fitch también evalúa los reportes de la administración respecto a riesgos de productos específicos, sensibilidades y escenarios de estrés adicionales en posición y bases consolidadas. Cuando se encuentran disponibles, Fitch también revisa reportes que incluyen VaR ajustado utilizando escenarios con problemas de liquidez o replicando periodos históricos de estrés.

En los mercados en los que los problemas de volatilidad y liquidez pueden ser extremos, se puede poner mayor énfasis en el nivel de límites nominales o de efectivo. Fitch evalúa el uso de límites de estrés, pero esto no es comparable entre pares.

Cuando es posible, Fitch evalúa el riesgo de concentración de mercado (por producto, emisor/contraparte, industria y país) en las carteras de intermediación e inversión y revisa la supervisión de la administración del inventario antiguo de inversiones. Fitch puede también revisar políticas con respecto a los requerimientos de colateral y margen, y las razones de cualquier modificación llevada a cabo en ellos.

El riesgo de mercado en inversiones tales como la banca mayorista, el capital privado (*private equity*) y el capital de riesgo se encuentra altamente influenciado por la liquidez. Determinar un valor justo para estos instrumentos puede ser difícil y varía ampliamente en base a supuestos internos, tales como los factores de descuento.

Cuando es relevante o resulta material, Fitch revisa las políticas contables y de valuación de las empresas de corretaje de valores para determinar el grado de conservadurismo y de controles apropiados en el reconocimiento de ingreso. El historial de una empresa de venta de activos en el cierre al valor en libros o sin incurrir regularmente en pérdidas puede ser una consideración de calificación importante. Para un libro sin liquidez, una calificación de grado de inversión dependerá de que el libro sea fondeado de manera adecuada y de que el crecimiento sea moderado.

El análisis de Fitch de las sociedades de corretaje de valores también pretende representar al área gris entre el riesgo de mercado y de crédito para los activos comercializados. La opinión de mercado sobre el riesgo crediticio puede ser tan importante como el riesgo de incumplimiento y pérdida actual cuando los activos no pueden ser fondeados a su vencimiento y la empresa depende de la venta de activos para sus necesidades de liquidez. Por otra parte, el riesgo de mercado con frecuencia puede transformarse en riesgo crediticio tras eventos de estrés. En los mercados emergentes, el riesgo de crédito/liquidación aún puede ser significativo. Fitch evalúa particularmente de cerca el nivel de entregas “libres de pago” (contrario a pago contra entrega) en los mercados emergentes, en donde el pago puede no ser estar tan fácilmente disponible.

Riesgo operacional: En el caso de actividades de corretaje o de asesoría puras, donde solamente un volumen mínimo de flujo de activos se registra en el balance general, los riesgos de operación, de litigio y de reputación son los principales riesgos que enfrentan las empresas. Estos tienden a ser riesgos importantes para las sociedades de corretaje de valores especializadas.

Los negocios de corretaje y transacciones de valores procesan grandes volúmenes transaccionales mediante plataformas tecnológicas, con controles tanto humanos como tecnológicos. Esto significa que las sociedades de corretaje de valores y sus clientes pueden ser particularmente susceptibles a pérdidas potencialmente considerables derivadas de deficiencias operacionales, tales como fallas en los sistemas, procesamientos inexactos de transacciones o incumplimientos de límites (por ejemplo, incidentes de intercambios clandestinos). Como resultado, si Fitch determina que una empresa tiene una infraestructura o un control débil de riesgo operacional, esto tendrá normalmente un efecto negativo en las calificaciones individuales.

El riesgo operacional puede tener potencialmente un efecto más pronunciado en los negocios menos diversificados, donde un déficit operacional puede resultar en daños temporales o permanentes a la franquicia central de la empresa. Las empresas de asesoría son típicamente menos dependientes de la tecnología que las sociedades de corretaje, y como resultado por lo general el riesgo operacional es mucho menos preocupante que el riesgo de reputación.

Los problemas con los sistemas ocurren de manera más frecuente en el desarrollo e implementación de nuevos productos y cuando las empresas se someten a actualizaciones de

sistemas, destacando la importancia de la inversión en los sistemas de *front-, middle- y back-office* en consonancia con la naturaleza del negocio. La acumulación de acuerdos, resoluciones y quejas de los clientes o un historial de problemas con el custodio de la sociedad pueden ser indicativos de insuficiente personal de *back office*. Estos retos pueden ser exacerbados por las instituciones que han realizado adquisiciones materiales.

Cuando Fitch considera que el riesgo operacional es desmedido o es débil en relación con la sofisticación de, y riesgos tomados por, el *front office*, la calificación individual se verá afectada de manera negativa. La rigurosidad del examen regulatorio y el poder de control regulatorio sobre el entorno de transacciones también se toman en cuenta en el análisis que la calificadora lleva a cabo.

El daño de reputación puede erosionar rápidamente el acceso a mercados de liquidez u oportunidades de negocios de una sociedad de corretaje de valores. El riesgo de reputación de una sociedad de corretaje de valores puede ser potencialmente minimizado evaluando la idoneidad de las ventas de productos a empresas o individuos y asegurando que dichas empresas e individuos tengan un conocimiento adecuado de los productos. La reputación de una empresa puede influir positivamente en sus niveles de actividad empresarial y en su flexibilidad financiera; sin embargo, si se ve perjudicada, puede poner mayor presión a la baja en la calificación individual.

Como ocurre con otros riesgos que enfrentan las sociedades de corretaje de valores, los riesgos de litigio y regulatorios pueden ser cíclicos y a menudo incrementan tras caídas de los mercados, pérdidas acentuadas (*stressed losses*) o cambios regulatorios. La intermediación y especialmente las empresas IDB (*inter-dealer broker*) son relativamente litigiosas. El riesgo de litigio es también un factor clave en el negocio de asesoría de valores. Fitch revisa el historial regulatorio y de litigio de la empresa y las medidas que utiliza para anticipar incumplimientos importantes ya sean normativos o regulatorios.

Históricamente, el litigio ha sido más frecuente y más costoso en los EE.UU. que en otros mercados, pero el mercado de valores estadounidense es también el más grande y muchas sociedades de corretaje de valores calificadas están expuestas a él. Sin embargo, el riesgo de litigio por sí solo rara vez tiene un impacto en las calificaciones, y por lo tanto, los Comentarios de Acción de Calificación y reportes de calificación de Fitch rara vez lo mencionarán, salvo que exista la posibilidad de que se presenten costos significativos o un daño de reputación que pudiese afectar a las calificaciones.

II.4.b Administradores de inversiones

La evaluación de Fitch del apetito de riesgo de los administradores de inversión considera los siguientes sub-factores:

- Controles de riesgo.
- Crecimiento.
- Riesgo de mercado y riesgo de contraparte.
- Riesgo operacional.

Controles de riesgo: La evaluación de Fitch de los controles de riesgo incorpora una evaluación del apetito de riesgo de los administradores de inversión, así como la suficiencia y la solidez de los sistemas que implementan. La capacidad de un AI para identificar, medir, administrar y monitorear el riesgo a menudo está prescrita por sus sistemas, por lo que invertir en tecnología es fundamental.

Los riesgos relevantes incluyen los riesgos indirectos para los inversionistas subyacentes, así como riesgos a los cuales está expuesta directamente la empresa. Las áreas clave que Fitch

Esta sección refleja la metodología de calificación de Fitch según se incluía previamente en el informe de metodología "Metodología de calificación para administradores de inversiones y fondos alternativos¹²" de fecha 31 de diciembre de 2013.

toma en consideración son la independencia y la eficacia de las funciones de administración de riesgos y cumplimiento, el entendimiento de la alta dirección y la participación en los asuntos de administración de riesgos y las líneas de reporte que se implementan, y si existe una función de riesgo de inversión en toda la corporación que monitoree los riesgos de inversión asumidos por los administradores individuales para evaluar su impacto acumulativo potencial en las ganancias de la empresa.

La evaluación de Fitch de los controles de riesgo considera los tipos de reportes administrativos que una institución proporciona, ya que esto brinda una valiosa percepción acerca de las variables clave que el AI está monitoreando. Fitch considera la manera en que se usan estas herramientas en la toma de decisiones administrativas y qué tanto se extiende en la organización.

En el caso de fondos alternativos, la supervisión de la administración de riesgos y de la infraestructura se realiza normalmente a través del administrador de inversiones. Por lo tanto, el marco de la administración de riesgos al nivel del AI se considera cuando es relevante. El AI también proporciona el marco de riesgos y la estrategia del fondo. En particular, el desempeño de las inversiones y el riesgo operacional son importantes para la calificación de un fondo ya que las debilidades exponen al fondo directamente a pérdidas.

Para empresas que tienen exposiciones más complejas al riesgo de mercado, el análisis de Fitch tenderá a enfocarse en el VaR o las ganancias en el resultado de riesgo, límites de pérdidas, concentraciones y resultados de pruebas de estrés, cuando están disponibles. El desempeño relativo de un fondo al medir el riesgo también se puede demostrar mediante pruebas retrospectivas, cuando hay información disponible. En este contexto, es probable que Fitch también revise los límites del consejo u otras políticas que establecen los niveles de tolerancia a los riesgos del fondo alternativo.

Fitch cree que las pruebas de estrés de escenarios también pueden brindar una valiosa percepción de las exposiciones a riesgos de una entidad. Cuando están disponibles y son relevantes, Fitch evaluará las pruebas de estrés realizadas por el AI y el fondo alternativo y, en la medida de lo posible, evaluará el desempeño histórico del fondo y la empresa contra mediciones de riesgo. En los casos en donde se considera que los resultados de las pruebas de estrés son relevantes, mas no están disponibles, esto puede dar como resultado calificaciones individuales más bajas.

Crecimiento: Fitch revisa las actividades de recaudación de fondos relacionadas con las condiciones económicas y de mercado para evaluar la capacidad de un administrador de inversiones para usar de manera eficaz el capital. Fitch espera que los AIs formen los fondos con base en las oportunidades de mercado y en la capacidad para obtener rendimientos por encima de obstáculos. Contar con capital significativo para invertir en momentos en donde las valuaciones son altas y/o las condiciones crediticias son competitivas pudiera resultar en muy grandes camadas de concentraciones y un débil desempeño del fondo de manera relativa, lo cual pudiera afectar la capacidad del AI para reunir capital adicional. Dicho lo anterior, Fitch sí considera si los AIs tienen suficiente capital no requerido disponible para capitalizar en oportunidades de inversión atractivas cuando ocurren alteraciones en el mercado.

Un crecimiento sin la infraestructura proporcional para respaldarlo es con frecuencia un factor negativo de calificación. Por otro lado, una ejecución exitosa de crecimiento medido con una disciplina demostrada en la infraestructura e integración de administración sería considerada como favorable si incrementa la franquicia creando (F)AUM, poder de ganancias (particularmente si es una fuente estable), reputación, canales de distribución (nuevas bases de clientes) y diversifica los productos o el alcance geográfico. En el caso de sociedades de inversión que han crecido rápidamente a través de adquisiciones, el éxito de una estrategia de

crecimiento se determina evaluando los parámetros de adquisición y la disciplina de los precios, el desempeño previo y posterior a la adquisición, la rotación de clientes, la estadísticas de retención de empleados y la capacidad para administrar la cultura de la empresa.

Apetito de Riesgo — Administradores de Inversiones

| | AAA | AA | A | BBB | BB | B | CCC e inferiores |
|--|---|---|--|--|--|---|--|
| Controles de riesgo | Las herramientas de riesgo y de información son extremadamente sólidas. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo con cambios mínimos durante periodos prolongados. Nuevas estrategias/ verticales de la industria son revisadas y probadas mucho antes de lanzarlas. | Las herramientas de riesgo y de información son muy sólidas. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo con cambios menores durante periodos prolongados. Nuevas estrategias/ verticales de la industria son revisadas y probadas cuidadosamente antes de lanzarlas. | Las herramientas de riesgo y de información son sólidas. Se monitorean los límites de riesgo, pero pueden cambiar con base en las condiciones del negocio. Nuevas estrategias/ verticales de la industria son probadas cuidadosamente antes de lanzarlas. | Las herramientas de riesgo y de información son buenas. Los límites de riesgo son estables y se monitorean, aunque pueden fluctuar con base en las oportunidades. Nuevas estrategias/ verticales de la industria son probadas antes de lanzarlas. | Las herramientas de riesgo y de información son aceptables, pero pueden carecer de profundidad o complejidad. Los límites de riesgo pueden cambiar con base en las oportunidades de negocio. Nuevas estrategias/verticales de la industria no puede ser revisadas completamente o probadas antes de lanzarlas. | Las herramientas de riesgo y de información pueden ser deficientes. Los límites de riesgo son crudos y no se pueden monitorear con frecuencia. Nuevas estrategias/ verticales de la industria no son probadas antes de lanzarlas. | Hay deficiencias significativas de control de riesgo. |
| Crecimiento | El crecimiento (F)AUM o crecimiento comercial está alineado con las oportunidades de mercado. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento (F)AUM o crecimiento comercial está generalmente alineado con las oportunidades de mercado. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento (F)AUM o crecimiento comercial está generalmente alineado con las oportunidades de mercado. El ambiente de control generalmente se adapta adecuadamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento (F)AUM o crecimiento comercial puede superar modestamente las oportunidades de mercado. El ambiente de control se puede quedar atrás de volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento (F)AUM o crecimiento comercial puede superar significativamente las oportunidades de mercado. Es probable que el desarrollo del ambiente de control se quede atrás de altos volúmenes de negocio. | El crecimiento (F)AUM o crecimiento comercial puede superar considerablemente las oportunidades de mercado. El ambiente de control rutinariamente se queda atrás de volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento (F)AUM puede estar muy por encima de niveles sostenibles. |
| Riesgo de mercado y riesgo de contraparte | La exposición a riesgos de mercado es muy baja. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son muy bajos con relación a sus pares. La valoración de la cartera es completamente independiente. El riesgo de contraparte está extremadamente bien administrado y diversificado. | La exposición a riesgos de mercado es baja. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son bajos con relación a sus pares y mitigados apropiadamente. La valoración de la cartera es completamente independiente. El riesgo de contraparte está bien administrado y diversificado. | La exposición a riesgos de mercado es modesta. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son modestos y mitigados apropiadamente. La valoración de la cartera es completamente independiente. El riesgo de contraparte está razonablemente administrado y diversificado. | La exposición a riesgos de mercado es promedio. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son mitigados apropiadamente. La valoración de la cartera involucra a terceros independientes. El riesgo de contraparte está adecuadamente administrado y diversificado. | La exposición a riesgos de mercado es elevada. Se pueden usar técnicas básicas de cobertura o la eficacia está algo comprometida. La valoración de la cartera es interna. La administración del riesgo de contraparte está por debajo del promedio con una diversificación limitada. | La exposición a riesgos de mercado es alta o altamente variable. Los riesgos no se pueden cubrir eficazmente. Pobre administración del riesgo de contraparte con una alta concentración. | Puede haber riesgos de mercado significativos relacionados con tasas de interés o moneda extranjera. |
| Riesgo operacional | Muy sólida infraestructura/marco de riesgo operacional. Trayectoria demostrada de pérdidas operacionales limitadas. | Sólida infraestructura/marco de riesgo operacional. Trayectoria demostrada de pérdidas operacionales limitadas. | Buena infraestructura/marco de riesgo operacional. Las pérdidas operacionales significativas se corrigen rápidamente. | Adecuada infraestructura de riesgo operacional, con algunos procesos subcontratados con terceros procesadores. Pueden ocurrir pérdidas operacionales, pero son manejables. | Limitada infraestructura de riesgo operacional, con una gran dependencia en terceros proveedores. Historial de pérdidas/problemas operacionales. | Débil infraestructura de riesgo operacional. Historial de pérdidas/ problemas operacionales. | Faltas significativas de administración de riesgo operacional y de contraparte. |

Cuando el crecimiento ha sido orgánico, Fitch se enfoca en si la empresa tiene la experiencia interna de inversión adecuada para administrar estrategias nuevas y/o más grandes, ya que un mal comportamiento en una base relativa pudiera ocasionar daños significativos de reputación para la empresa. Fitch también busca comprender por qué las tasas de crecimiento

(F)AUM) pueden diferir entre empresas pares. Una expansión más sólida para un AI pudiera ser una señal de una amplitud y profundidad superiores de los productos y/o las relaciones con los inversionistas, lo cual Fitch considera un factor positivo de calificación. Sin embargo, en algunas ocasiones el crecimiento desmedido (F)AUM) pudiera ser un factor negativo de calificación. En el caso de empresas alternativas, por ejemplo, el (F)AUM pudiera estar creciendo si las actividades de realización se están quedando detrás de las empresas pares, lo cual podría ser una causa de preocupación a largo plazo, particularmente en un fuerte entorno de salida.

Riesgo de mercado: Para la mayoría de los administradores de inversiones, el riesgo de mercado lo asumen principalmente los inversionistas en sus fondos, lo cual puede ser material para el desempeño y la retención de clientes. Los AIs con una gran dependencia en comisiones basadas en el valor neto de activos (NAV, por sus siglas en inglés: *net asset value*) también están expuestos a un significativo riesgo de mercado a nivel corporativo en virtud del impacto de los movimientos de valuación de las comisiones administrativas. El riesgo es más preponderante para los administradores de activos tradicionales ya que operan con fondos sin plazo definido con activos relativamente líquidos. Los administradores de activos alternativos por lo general tienen una porción mayor de comisiones basadas en capital comprometido o capital invertido, el cual no se verá afectado por los movimientos de valuación subyacentes o por actividades de amortización, aunque desaceleraciones de mercado más extensas pueden disminuir el ritmo de los requerimientos/inversiones de capital para los fondos; por consiguiente, se ejercería presión sobre las tasas de retorno internas de los fondos.

El riesgo de mercado también es un factor substancial de la calificación crediticia individual para los fondos alternativos y para los administradores de inversiones que coinvierten, ganan comisiones por rendimiento o difieren comisiones al fondo, ya que las ganancias estarán basadas en la valuación de las inversiones subyacentes en fondos.

Otras consideraciones importantes incluyen la independencia de los procesos de valuación periódicos de los AIs y si se realizan de manera interna o por medio de terceros. La valuación puede ser difícil para las inversiones en empresas privadas y pueden requerir técnicas de modelación o dependencia en ventas comparables. Fitch revisa la razonabilidad de la metodología de valuación, la manera en que la administración resuelve inversiones problemáticas y el uso de terceros para efectos de valuación. Las herramientas de validación modelo para garantizar que los procesos de valuación sean razonables y consistentes con la antigüedad de la inversión del AI en la empresa subyacente puede ser crucial. El riesgo de modelo es menos relevante para los AIs tradicionales debido a que la mayoría de sus activos se consideran Nivel 1 para efectos contables, lo que significa que tiene un valor de mercado fácilmente disponible. Fitch obtiene consuelo con el proceso de valuación de una empresa con el paso del tiempo comparando los valores de enajenación con valores razonables previos del trimestre.

El riesgo de tasa de interés se puede manifestar de varias formas, incluyendo su impacto en la generación de comisiones (como para productos de administración de efectivo), desempeño de la inversión (como para los fondos de renta fija) y sensibilidad del balance general (como para activos de coinversión o pasivos de tasa flotante). El análisis de Fitch incluye una revisión de los métodos utilizados para medir, monitorear y controlar esos riesgos.

Cuando resulta relevante, Fitch también toma en consideración la sensibilidad de las ganancias del administrador de inversiones a movimientos en las tasas de interés y si la exposición es cubierta de manera natural, con compensaciones dentro de la cartera de activos, o si es cubierta de manera activa con derivados. Es más probable que una considerable

exposición no cubierta, particularmente en un entorno de tasas de interés bajas, tenga un impacto negativo en las calificaciones.

En la medida en que las operaciones del AI generen niveles significativos de riesgo de Mercado, Fitch evaluará la forma en que la infraestructura de los sistemas y los sistemas de administración de la empresa miden y controlan estos riesgos, incluyendo si el AI tiene una estructura limitada, y qué tipo de pruebas de estrés utiliza la empresa. Una revisión de las estrategias de cobertura, y una revisión respecto de si la empresa se dedica a coberturas de divisas o coberturas de tasa de interés y si está sujeta a requisitos de proporcionar colateral u otros gatillos basados en el mercado, también se pueden incluir en la revisión.

Riesgo de contraparte: La calidad y la diversificación de contrapartes son otros puntos en los cuales Fitch hace énfasis en su análisis, no solo con respecto a la colocación de los propios fondos excedentes de un administrador de inversiones, sino también en nombre de activos administrados por fondos, dada la necesidad potencial de mover las actividades de compensación, intermediación y/o de préstamo de valores a otras partes en caso de que una contraparte tenga dificultades. Las concentraciones de contrapartes pudieran plantear riesgos aumentados operacionales y/o financieros, lo cual puede ser un factor negativo de calificación.

Fitch también puede revisar las políticas de inversión y concentración con respecto a vehículos de inversión en efectivo a corto plazo que pudieran ser potencialmente respaldados por el administrador de inversiones. Las políticas agresivas de inversión o procesos inadecuados de revisión de crédito pueden ser considerados como un factor negativo de calificación, particularmente en casos en donde un AI ha proporcionado anteriormente niveles substanciales de soporte voluntario. La eficacia e integridad del marco de administración de riesgos del AI, junto con el mantenimiento de una buena flexibilidad financiera, son fundamentales para la calificación crediticia individual de los administradores de inversiones que patrocinan montos significantes de fondos de inversión en efectivo.

También ha habido ocasiones en donde los administradores de inversiones han intervenido para proveer soporte a fondos de largo plazo (como los fondos de cobertura) en los casos en donde los principales inversionistas fueron valorados como clientes del administrador de inversiones. Fitch evalúa la trayectoria del AI de proveer soporte a los inversionistas, considerando tanto la frecuencia como la magnitud de tal soporte. Junto con esta revisión, Fitch también buscará evaluar si soportes anteriores han creado una percepción entre los inversionistas de fondos respecto de que un soporte futuro sea más probable. Niveles materiales de soporte futuro esperado pueden ser un factor negativo de la calificación individual dado el impacto adverso, no solo en la exposición al riesgo de contraparte/mercado, sino también en los niveles de capital y liquidez/reservas de efectivo.

En el caso de fondos alternativos, Fitch evalúa la diversidad de las relaciones primarias con corredurías, las cuales son una fuente importante de financiamiento y de servicios de compensación, liquidación y otros servicios. Una desmedida exposición a una sola contraparte que se enfrenta a una dificultad financiera puede resultar en la incapacidad del fondo para retirar garantías otorgadas o fondos excedentes. La diversificación de estas contrapartes generalmente es vista como positiva, aunque se compensa con el costo mayor y pérdida potencial de eficacia al revisar las relaciones primarias con las corredurías. Fitch también pretende comprender la medida en que los fondos alternativos requieren segregar sus activos, incluyendo colaterales, o límites sobre la rehipoteca con el corredor de bolsa a fin de asegurar el acceso a sus títulos en caso de que su corredor primario se enfrente a dificultades.

Riesgo operacional: Los procesos fallidos, ya sea con relación al cumplimiento, las operaciones, el crédito o el desempeño de las inversiones, con frecuencia llevan al riesgo de reputación, riesgo legal, o ambos. Por ejemplo, un administrador de inversiones cuyos

inversionistas de corto plazo han sufrido pérdidas en fondos de inversión en efectivo, se pueden enfrentar a un significativo riesgo de reputación y/o riesgo legal si la empresa elige no proveer soporte al fondo en cuestión. Otro ejemplo sería una desviación material de un AI de su mandado de inversión. Por lo tanto, si Fitch determina que la infraestructura operacional del AI es pobre o que el riesgo operacional no se controla de manera correcta, es probable que esto sea un factor negativo de la calificación crediticia individual.

Muchos administradores de inversiones subcontratan las actividades operacionales clave con procesadores externos, tales como custodios de activos, servicios independientes de fijación de precios o procesadores de intermediación. En tales casos, el riesgo operacional aún existe, pero es controlado por la administración de la empresa y por el análisis de sus vendedores. El análisis de Fitch puede evaluar la manera en que el AI gestiona su selección y retención de vendedores cuando es posible y relevante.

Otro posible indicador de la calidad de la administración del riesgo operacional es el historial de pérdidas operacionales anteriores del AI en la empresa administradora, si está disponible. La mayoría de las empresas que cotizan en la bolsa expondrán las pérdidas significativas en sus revelaciones financieras. En el caso de los administradores privados, Fitch procurará revisar el registro de dichas pérdidas para comprender su naturaleza y si controles suficientes fueron empleados para que su recurrencia sea menos probable.

Los riesgos legales y de reputación pueden ser factores de la calificación individual cuando son significativos. En los casos en donde estos riesgos afectan la capacidad del AI para retener clientes, es probable que resulten en grandes pérdidas o pudieran de otra manera obstaculizar las actividades comerciales continuas, los riesgos legales y de reputación afectarían de manera adversa la calificación crediticia individual de un emisor.

II.4.c Empresas de desarrollo de negocios

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

- Normas de colocación.
- Controles de riesgo.
- Crecimiento.
- Riesgo de mercado.

Normas de colocación: El riesgo de una BDC se encuentra generalmente concentrado en su cartera de préstamos, por lo que el análisis de Fitch considera las normas de préstamo generales de una empresa y cómo éstas se comparan con sus pares y con el sector en general. Fitch pretende identificar el apetito de riesgo general de una BDC al revisar la estructura de la cartera, los rendimientos y las concentraciones de la industria y emisores, y las estadísticas de la empresa de la cartera subyacente, incluyendo el EBITDA promedio, apalancamiento, cobertura de interés, además de paquetes contractuales. Una BDC que está generando rendimientos desmedidos de cartera con relación a sus pares puede indicar la capacidad para identificar y estructurar inversiones únicas y complejas que exigen un rendimiento mayor, o puede indicar un mayor apetito de riesgo, lo cual puede ser un factor negativo de calificación. La observación del desempeño de la cartera a lo largo de un periodo prolongado ayuda a Fitch en su capacidad para diferenciar entre estas dos posibilidades.

Fitch pretende comprender los procesos de colocación de la BDC del fondo, auditorías legales, revisión del comité de inversiones, estructura, fondeo y monitoreo. Fitch puede revisar memorándums de inversión y otra documentación de colocación, cuando está disponible, para evaluar si el proceso es integral. Fitch también se enfoca en el desarrollo y monitoreo de las

principales relaciones con patrocinadores para entender los riesgos de concentración y el potencial para una selección adversa.

Si bien Fitch espera que una BDC sea oportunista con su volumen de aperturas, con base en las condiciones de mercado, su cultura crediticia y normas deben mostrar consistencia. Una opinión acerca de la visión y consistencia de colocación de una BDC se forma con el paso del tiempo y se observa mejor con base en el desempeño a través de un ciclo económico completo. En ausencia de tal información, Fitch intentará utilizar el desempeño anterior de la administración administrando activos y estructuras similares en varias condiciones de mercado, aunque un historial de operación corto por lo general es un factor limitante de calificación. Prueba de una colocación sólida y consistente durante un periodo prolongado es un factor positivo de calificación.

Controles de riesgo: Una BDC requiere herramientas de administración de riesgo sólidas y efectivas para acatar su marco de apetito de riesgo y normas de colocación. Generalmente, estas incluyen límites relativos a concentraciones de la industria o emisor, riesgos de mercado y controles operativos. También pueden incluir herramientas como calificaciones internas, listas de observación u otras escalas de monitoreo de riesgos.

La evaluación de Fitch de los controles de riesgo considera los tipos de información administrativa que una institución proporciona ya que esto brinda una valiosa percepción de las variables clave que la BDC monitorea. Fitch considera la manera en que estas herramientas se utilizan en la toma de decisiones administrativas y qué tanto se extienden en la organización. Estos controles deben incluir todos los riesgos clave en que puede incurrir una BDC como riesgos de crédito, de mercado y operacionales.

Crecimiento: El crecimiento de una BDC se evalúa de manera absoluta y relativa con base en las oportunidades de mercado, las condiciones de colocación y la propia experiencia y trayectoria de la empresa en el sector. Un crecimiento desmedido en condiciones de mercado competitivas, caracterizadas por márgenes cerrados, un alto apalancamiento y paquetes de obligaciones poco definidos, pudieran aumentar los riesgos de concentraciones de camadas y resultar en posibles problemas de calidad de activos con el tiempo, lo cual sería considerado negativo. Fitch sí toma en cuenta si el tamaño y las relaciones de la BDC le brindan más selectividad de negocios y flexibilidad de estructura a pesar de condiciones de mercado más rigurosas, mas sacrificar calidad por crecimiento sería un factor negativo de calificación.

Fitch también considera si la infraestructura de la BDC está expandiéndose adecuadamente para manejar una cartera más grande. El crecimiento de la infraestructura debe abarcar a profesionistas de inversión de primera línea, contabilidad *back-office*, soporte financiero y administrativo y recursos tecnológicos. La expansión a nuevas verticales de la industria también se debe medir y estar acompañada de un crecimiento conmensurado en personal adecuadamente calificado. Una inversión insuficiente en la plataforma operativa pudiera resultar en pérdidas crediticias y/o de operación, lo cual sería un factor negativo de calificación.

Apetito de Riesgo — Empresas de Desarrollo de Negocios

| | AAA | AA | A | BBB | BB | B | CCC e inferiores |
|-----------------------------|--|---|---|---|---|--|---|
| Normas de colocación | Las normas de colocación tienen claramente una aversión al riesgo y son mucho más conservadoras de lo evidente en otras partes en la industria. Las normas de crédito son consistentes con los cambios mínimos a lo largo de los ciclos económicos. Se incorporan expectativas de desempeño de largo plazo. La estructura de la cartera es únicamente de préstamos con garantía en primer lugar. | Las normas de colocación son de muy bajo riesgo y más conservadoras que en otras partes en la industria. Las normas de crédito son consistentes con cambios menores durante los ciclos económicos. Se incorporan expectativas de desempeño de largo plazo. La estructura de la cartera es únicamente de préstamos garantizados. | Las normas de colocación son de bajo riesgo y generalmente más estrictas que la práctica en la industria. Las normas de crédito son consistentes en gran parte, pero pueden variar moderadamente durante ciclos económicos. Las normas reflejan expectativas de desempeño de mediano plazo. La estructura de la cartera es únicamente de préstamos. | Las normas de colocación generalmente corresponden con las prácticas generales en la industria. Las normas de crédito son variables durante los ciclos económicos. Las normas reflejan expectativas de desempeño de mediano plazo. La estructura de la cartera puede tener una exposición mínima a posiciones de capital. | Las normas de colocación reflejan generalmente un apetito de riesgo por encima del promedio. Las normas de crédito pueden ser más agresivas que los promedios generales de la industria. Es probable que las normas cambien notoriamente durante los ciclos económicos. La estructura de la cartera puede tener una exposición modesta a posiciones de capital. | Las normas de colocación muestran un apetito de riesgo intensificado. Las normas de crédito son normalmente más agresivas que los promedios generales de la industria y es probable que cambien considerablemente durante los ciclos económicos. La estructura de la cartera puede tener una exposición significativa a posiciones de capital. | Las normas de colocación dan lugar a una alta exposición al riesgo y es probable que reflejen estrés dentro de la entidad. Las normas de crédito no tienen una trayectoria perceptible. Las normas pueden fluctuar frecuentemente. La estructura de la cartera puede tener una exposición importante a posiciones de capital. |
| Controles de riesgo | Las herramientas de riesgo y de información son extremadamente sólidas. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo con cambios mínimos durante periodos prolongados. Nuevas estrategias/ verticales de la industria son revisadas y probadas mucho antes de lanzarlas. | Las herramientas de riesgo y de información son muy sólidas. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo con cambios menores durante periodos prolongados. Nuevas estrategias/ verticales de la industria son probadas cuidadosamente antes de lanzarlas. | Las herramientas de riesgo y de información son sólidas. Se monitorean los límites de riesgo, pero pueden cambiar con base en las condiciones del negocio. Nuevas estrategias/ verticales de la industria son probadas cuidadosamente antes de lanzarlas. | Las herramientas de riesgo y de información son buenas. Los límites de riesgo son estables y se monitorean, aunque pueden fluctuar con base en las oportunidades. Nuevas estrategias/ verticales de la industria son probadas cuidadosamente antes de lanzarlas. | Las herramientas de riesgo y de información son aceptables, pero pueden carecer de profundidad o complejidad. Los límites de riesgo pueden cambiar con base en las oportunidades de negocio. Nuevas estrategias/verticales de la industria no puede ser revisadas completamente o probadas antes de lanzarlas. | Las herramientas de riesgo y de información pueden ser deficientes. Los límites de riesgo son crudos y no se pueden monitorear con frecuencia. Nuevas estrategias/ verticales de la industria no son probadas antes de lanzarlas. | Hay deficiencias significativas de control de riesgo. |
| Crecimiento | El crecimiento del balance general o crecimiento comercial está alineado con las oportunidades de mercado y las condiciones de colocación. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento del balance general o crecimiento comercial casi nunca supera las oportunidades de mercado o las condiciones de colocación. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento del balance general o crecimiento comercial puede en ocasiones superar las oportunidades de mercado y las condiciones de colocación. El ambiente de control generalmente se adapta adecuadamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento del balance general o crecimiento comercial supera más seguido a las oportunidades de mercado y las condiciones de colocación. El ambiente de control se puede quedar atrás de volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento del balance general o crecimiento comercial puede superar moderadamente las oportunidades de mercado y las condiciones de colocación. Es probable que el desarrollo del ambiente de control se quede atrás de altos volúmenes de negocio. | El crecimiento del balance general o crecimiento comercial puede superar considerablemente las oportunidades de mercado y las condiciones de colocación. El ambiente de control rutinariamente se queda atrás de volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento puede estar muy por encima de niveles sostenibles. |
| Riesgo de mercado | La exposición a riesgos de mercado es muy baja. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son bajos con relación a sus pares. La valoración de la cartera es completamente independiente. Los colchones regulatorios son muy importantes y administrados en relación con la composición de la cartera. | La exposición a riesgos de mercado es baja. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son bajos con relación a sus pares y mitigados apropiadamente. La valoración de la cartera es completamente independiente. Los colchones regulatorios son importantes y administrados en relación con la composición de la cartera. | La exposición a riesgos de mercado es modesta. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son modestos y mitigados apropiadamente. La valoración de la cartera es completamente independiente. Los colchones regulatorios son significativos y administrados en relación con la composición de la cartera. | La exposición a riesgos de mercado es promedio. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son mitigados apropiadamente. La valoración de la cartera involucra a terceros independientes. Existen colchones regulatorios y son administrados en relación con la composición de la cartera. | La exposición a riesgos de mercado es elevada. Se pueden usar técnicas básicas de cobertura o la eficacia está algo comprometida. La valoración de la cartera es interna. Pueden existir colchones regulatorios, pero no son administrados en relación con la composición de la cartera. | La exposición a riesgos de mercado es alta o altamente variable. Los riesgos no se pueden cubrir eficazmente. Mínimos colchones regulatorios no administrados en relación con la composición de la cartera. | Puede haber riesgos de mercado significativos relacionados con tasas de interés o moneda extranjera. No existen colchones regulatorios. |

Riesgo de mercado: De acuerdo con la regulación, una BDC no tiene permitido crear una provisión para posibles pérdidas crediticias en su cartera de inversión. En vez de lo anterior, una BDC debe evaluar su cartera a valor razonable de manera trimestral, registrando las ganancias y las pérdidas no realizadas en el estado de resultados. Por consiguiente, la estructura de la BDC, en sí, exponer a la empresa a un mayor riesgo de mercado, lo cual es un factor limitante de calificación. Las disminuciones en las valoraciones, que pueden o no reflejar la condición fundamental subyacente de la inversión de la cartera, puede inflar los índices de apalancamiento, produciendo incumplimientos con obligaciones en facilidades de préstamo o incumplimiento con las limitaciones de cobertura de activos, según lo exige la Ley de Sociedades de Inversión de 1940 (la Ley de 1940). Una violación a la Ley de 1940 prohibirá a la BDC de incurrir en deuda adicional o pago de dividendos, lo que puede limitar severamente su flexibilidad financiera.

Dada la iliquidez de la mayoría de los activos de las carteras, las estimaciones de valor razonable a menudo requieren numerosos supuestos de administración. Como resultado de esto, Fitch considera favorable la participación de terceros independientes en el proceso de valoración trimestral. Una BDC que recibe valoraciones independientes de toda su cartera cada trimestre sería vista más favorable que una BDC que únicamente tiene una parte de su cartera valorada por un tercero o que tiene toda su cartera valorada por un tercero pero con menor frecuencia. No obstante, Fitch espera que la administración y el Consejo participen activamente en el proceso trimestral para identificar discrepancias o inconsistencias en la valoración de la cartera de la empresa y como una herramienta para monitorear el desempeño de la cartera.

Fitch evalúa la aptitud de valoración de una BDC a lo largo del tiempo revisando las salidas de la cartera de la empresa versus las notas de valor razonable de trimestres anteriores. Si las ganancias de las ventas están consistentemente por debajo del valor razonable, Fitch pondría cuestionaría la suficiencia del proceso de valoración y/o la aptitud del proveedor tercero. En cambio, si las salidas están consistentemente por encima del valor razonable del trimestre anterior, Fitch consideraría si la BDC estaba siendo muy conservadora a fin de reconocer las ganancias realizadas habituales. Fitch espera que las notas por encima/por debajo generalmente se promedien en el largo plazo.

El riesgo de mercado también incluye una evaluación de la exposición al riesgo de tasa de interés de la BDC en relación con el entorno de tasas actual y la composición de activos y estructura de fondeo de la empresa. Una BDC que se enfoca en la parte preferente de la estructura de capital por lo general tiene una mayor exposición a activos de tasa flotante, los cuales se pueden posicionar de manera positiva en un entorno de tasas de interés bajas, mientras que los prestadores de mezzanines/subordinados generalmente tienen más exposición a tasas fijas, las cuales se pueden posicionar de manera positiva en una ambiente de tasas de interés a la baja. En consecuencia, Fitch considera la manera en que las ganancias de la BDC pueden verse afectadas por un entorno de tasas cambiantes, toman en consideración el activo fijo/flotante y la combinación de financiamiento. Cuando se usan derivados para administrar la exposición a la tasa de interés, Fitch considera su costo y eficacia con el tiempo, además de la exposición al riesgo de contraparte.

Esta sección refleja la metodología de calificación de Fitch según se incluía previamente en el informe de metodología "Metodología para compañías de financiamiento y arrendamiento" de fecha 11 de diciembre de 2012.

Si bien las BDCs se enfocan generalmente en préstamos en los Estados Unidos de América, algunas pueden extender sus créditos a empresas en otras partes del mundo. Cuando este es el caso, Fitch considera la exposición de la BDC a movimientos de moneda extranjera y el potencial impacto sobre la rentabilidad y el apalancamiento. Si se usan derivados para administrar la exposición, Fitch considera su costo y eficacia con el tiempo, además de la exposición al riesgo de contraparte.

II.4.d Compañías de financiamiento y arrendamiento

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

- Normas de colocación.
- Controles de riesgo.
- Crecimiento.
- Riesgo de mercado.

Normas de colocación: Fitch evalúa las políticas y los procedimientos de las compañías de financiamiento y arrendamiento desde la apertura hasta los servicios de administración y proceso de cobranza y resolución final (por ejemplo, pago total o venta de deuda incobrable dada de baja a un tercero). Los indicios de una pobre calidad de activos o administración de riesgo de crédito normalmente resultarán en calificaciones más bajas, a menos que sean remuneradas de manera suficiente a través de altos márgenes sostenibles y una capitalización apropiada, en tanto que una robusta calidad de activos y calidad crediticia son incluidos de manera positiva en las calificaciones, en ausencia de otras debilidades materiales. En el caso de las compañías de arrendamiento, la evaluación de las normas de colocación también incluye el entendimiento de la composición del valor residual, depreciación y metodología y las capacidades de venta de activos.

La base de una cultura crediticia fuerte es la articulación de políticas y procedimientos crediticios aplicados de manera consistente y bien definidos. Como parte de su evaluación, Fitch revisará los informes internos de gerencia y las discrepancias que puedan existir con las políticas. Es posible que las compañías de financiamiento y arrendamiento tengan una mayor discreción que los bancos regulados en cuanto a la manera en que registran los préstamos morosos. Por ejemplo, es probable que una compañía de financiamiento y arrendamiento tenga prácticas más liberales de refinanciamiento para las cuentas impagas. No obstante, si bien dichas prácticas son más comunes cuando se trata de deudores de menor calidad, también se usan con deudores de máxima calidad. Fitch revisa estas políticas, así como la manera en que se implementan, a fin de asegurarse de que una FLC no posponga el reconocimiento de créditos problemáticos. En combinación con diferentes métodos de depreciación, reserva para pérdidas y castigos, estos diferentes estándares pueden resultar en comparaciones engañosas entre pares. Cuando sea posible, Fitch destacará las inconsistencias presentes en las políticas de los emisores como parte de sus RAC o sus informes de calificación.

En el caso de las compañías que ofrecen arrendamientos operacionales, el valor de riesgo residual surge sistemáticamente al finalizar un contrato de arrendamiento cuando el deudor regresa el activo a la compañía. En el caso de las compañías de arrendamiento que ofrecen arrendamientos financieros (donde el activo arrendado se transforma en propiedad del cliente al finalizar el contrato de arrendamiento), el riesgo de valor residual sólo surge cuando un cliente cae en incumplimiento en relación al arrendamiento y la compañía recupera el(los) activo(s) arrendado(s) para su venta o nuevo arrendamiento.

Fitch evalúa la exposición y la administración del riesgo de valor residual de un emisor de varias maneras, incluyendo la comprensión de las políticas de fijación de precio de la compañía, su capacidad para monitorear la condición de los activos en arrendamiento, su flexibilidad para alterar los pagos por arrendamiento (por ejemplo, cobros adicionales derivados del desgaste injustificado) o modificar los contratos, la liquidez de mercado relativa para el colateral usado, y el acceso de la compañía de arrendamiento a una variedad de canales de enajenación. Una capacidad para controlar las ganancias o pérdidas de valor

residual de manera efectiva, a lo largo de diferentes ciclos de activos es visto como una clara demostración de capacidad de gestión de riesgos residuales.

Controles de riesgos: Una compañía de financiamiento y arrendamiento requiere herramientas de administración de riesgo sólidas y efectivas para acatar su marco de apetito de riesgo y normas de colocación. Generalmente, estas incluyen límites relativos a concentraciones de crédito, geografía, riesgos de mercado y controles operativos. También pueden incluir herramientas como tarjetas de puntuación personalizadas, calificaciones internas o fuentes de datos de terceros, como oficinas nacionales de crédito. Los controles generales, la independencia y la solidez de la actividad de auditoría interna y la filosofía general con respecto a la violación o anulación de los límites, la laxitud y las violaciones, son consideradas por Fitch, ya que son riesgos operacionales, como negocios intensos de procesamiento.

La evaluación de Fitch de los controles de riesgo considera los tipos de información administrativa que una institución proporciona ya que esto brinda una valiosa percepción de las variables clave que la empresa monitorea. Fitch considera la manera en que estas herramientas se utilizan en la toma de decisiones administrativas y qué tanto se extienden en la organización. Estos controles deben incluir todos los riesgos clave en que puede incurrir una compañía de financiamiento y arrendamiento como riesgos de crédito, de mercado y operacionales.

Crecimiento: Generalmente, Fitch mide la expansión del negocio y del balance general contra el crecimiento económico subyacente, tasas internas de generación de capital, el crecimiento de personal y los promedios de los pares, del sector y de la industria para identificar cualesquier comportamientos atípicos y para evaluar la acumulación de riesgos potenciales. Un rápido crecimiento de préstamos también puede oscurecer el análisis financiero, por ejemplo, haciendo más difícil formar una opinión de la verdadera calidad de los activos dado que las carteras de préstamos no han tenido tiempo de vencer, y puede ser indicativo de una disminución de las normas de colocación o de un crecimiento que está sobrepasando los controles de riesgo. Además, Fitch revisa la experiencia en diversos mercados y puede realizar pruebas de estrés en un intento de medir el impacto potencial sobre la calificación crediticia independiente de una rápida (o más rápida de lo normal) expansión.

Cuando el crecimiento ha sido determinado por adquisiciones de activos o de empresas completas, Fitch considera la estrategia adecuada, el proceso de auditoría legal, el impacto económico y el éxito de integración. Es más probable que las empresas con una trayectoria de operaciones dilutivas, aceptación de errores y/o expansión a categorías de productos no centrales, experimenten fuerza negativa de calificación o que tengan una fuerza limitada a la alza de la calificación.

El crecimiento comercial o del balance general, de la mano con un crecimiento económico sostenible más amplio de largo plazo o que refleje un incremento sostenible en la franquicia, generalmente influenciará de manera positiva la calificación crediticia individual. Un rápido crecimiento puede introducir otros retos como el estrés operacional, ya que el *back-office* o los sistemas puede no ser capaces de manejar volúmenes de negocio aumentados, o un apalancamiento más alto, si el crecimiento pasa la generación interna de capital, lo cual sería negativo para la calificación crediticia individual.

Riesgo de mercado: La evaluación de Fitch del riesgo de mercado de una compañía de financiamiento o arrendamiento considera principalmente el riesgo de tasa de interés derivado de las diferencias en los perfiles de activo y fondeo de la empresa, pero también puede incluir elementos como el uso de derivado o riesgos directos e indirectos de moneda extranjera. Los riesgos de mercado serán más altos para aquellos emisores en donde las actividades

Apetito de Riesgo — Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

| | AAA | AA | A | BBB | BB | B | CCC e inferiores |
|-----------------------------|---|--|---|---|--|--|--|
| Normas de colocación | Las normas de colocación tienen claramente una aversión al riesgo y son mucho más conservadoras de lo evidente en otras partes en la industria. Las normas de crédito son consistentes con los cambios mínimos a lo largo de los ciclos económicos. Se incorporan expectativas de desempeño de largo plazo. La exposición al riesgo de valor residual es muy baja y se administra de manera muy conservadora en relación con pares. | Las normas de colocación son de muy bajo riesgo y más conservadoras que en otras partes en la industria. Las normas de crédito son consistentes con cambios menores durante los ciclos económicos. Se incorporan expectativas de desempeño de largo plazo. La exposición al riesgo de valor residual es baja y/o se administra el riesgo de manera más conservadora en relación con los pares. | Las normas de colocación son de bajo riesgo y generalmente más estrictas que la práctica en la industria. Las normas de crédito son consistentes en gran parte, pero pueden variar moderadamente durante ciclos económicos. Las normas reflejan expectativas de desempeño de mediano plazo. La exposición al riesgo de valor residual es modesta y/o se administra el riesgo generalmente de manera más estricta en relación con los pares. | Las normas de colocación generalmente corresponden con las prácticas generales en la industria. Las normas de crédito son variables durante los ciclos económicos. Las normas reflejan expectativas de desempeño de mediano plazo. La exposición al riesgo de valor residual es promedio y/o se administra el riesgo generalmente en línea con los pares. | Las normas de colocación reflejan generalmente un apetito de riesgo por encima del promedio. Las normas de crédito pueden ser más agresivas que los promedios generales de la industria. Es probable que las normas cambien notoriamente durante los ciclos económicos. La exposición al riesgo de valor residual es elevada y/o se administra el riesgo de manera más agresiva en relación con los pares. | Las normas de colocación muestran un apetito de riesgo intensificado. Las normas de crédito son normalmente más agresivas que los promedios generales de la industria y es probable que cambien considerablemente durante los ciclos económicos. La exposición al riesgo de valor residual es alta y/o el riesgo se administra de manera más agresiva en relación con los pares. | Las normas de colocación dan lugar a una alta exposición al riesgo y es probable que reflejen estrés dentro de la entidad. Las normas de crédito no tienen una trayectoria perceptible. Las normas pueden fluctuar frecuentemente. La exposición al riesgo de valor residual es muy alta y/o el riesgo no se administra adecuadamente. |
| Controles de riesgo | Las herramientas de riesgo y de información son extremadamente sólidas. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo con cambios mínimos durante periodos prolongados. La entrada a nuevos negocios/estrategias se revisa y prueba mucho antes de su introducción. | Las herramientas de riesgo y de información son muy sólidas. Se monitorean rutinariamente los límites de riesgo con cambios menores durante periodos prolongados. La entrada a nuevos negocios/estrategias se prueba cuidadosamente antes de su introducción. | Las herramientas de riesgo y de información son sólidas. Se monitorean los límites de riesgo, pero pueden cambiar con base en las condiciones del negocio. La entrada a nuevos negocios/estrategias se prueba antes de la introducción generalizada. | Las herramientas de riesgo y de información son buenas. Los límites de riesgo son estables y se monitorean, aunque pueden fluctuar con base en las oportunidades. La entrada a nuevos negocios/estrategias se revisa cuidadosamente antes de su introducción. | Las herramientas de riesgo y de información son aceptables, pero pueden carecer de profundidad o complejidad. Los límites de riesgo pueden cambiar con base en las oportunidades de negocio. La entrada a nuevos negocios/estrategias puede no ser revisada o probada completamente antes de su introducción. | Las herramientas de riesgo y de información pueden ser deficientes. Los límites de riesgo son crudos y pueden no ser monitoreados con frecuencia. La entrada a nuevos negocios/estrategias no es probada antes de su introducción. | Hay deficiencias significativas de control de riesgo. |
| Crecimiento | Es poco probable que el crecimiento del balance general o crecimiento comercial supere la generación interna de capital y el crecimiento sostenible de largo plazo de los principales segmentos de negocio. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento del balance general o crecimiento comercial casi nunca supera la generación interna de capital y el crecimiento sostenible de largo plazo de los principales segmentos de negocio. El ambiente de control se adapta sistemáticamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento del balance general o crecimiento comercial puede en ocasiones superar la generación interna de capital y el crecimiento sostenible de largo plazo de los principales segmentos de negocio. El ambiente de control generalmente se adapta adecuadamente para satisfacer volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento del balance general o crecimiento comercial supera más seguido la generación interna de capital y el crecimiento sostenible de largo plazo de los principales segmentos de negocio. El ambiente de control se puede quedar atrás de volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento del balance general o crecimiento comercial supera la generación interna de capital y el crecimiento sostenible de largo plazo de los principales segmentos de negocio. Es probable que el desarrollo del ambiente de control se quede atrás de volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento del balance general o crecimiento comercial normalmente supera la generación interna de capital y el crecimiento sostenible de largo plazo de los principales segmentos de negocio. El ambiente de control rutinariamente se queda atrás de volúmenes más altos de negocio. | El crecimiento puede estar muy por encima de niveles sostenibles. |
| Riesgo de mercado | La exposición a riesgos de mercado es muy baja. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son muy bajos con relación a sus pares. | La exposición a riesgos de mercado es baja. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son bajos con relación a sus pares y mitigados apropiadamente. | La exposición a riesgos de mercado es modesta. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son modestos y mitigados apropiadamente. | La exposición a riesgos de mercado es promedio. Los riesgos de tasa de interés y de moneda extranjera son mitigados apropiadamente. | La exposición a riesgos de mercado es elevada. Se pueden usar técnicas básicas de cobertura o la eficacia está algo comprometida. | La exposición al riesgo de mercado es alta o altamente variable. Los riesgos no se pueden cubrir eficazmente. | Puede haber riesgos de mercado significativos relacionados con tasas de interés o moneda extranjera. |

transfronterizas dan origen a riesgos de moneda extranjera, por lo que este factor puede tomar una mayor importancia relativa en ese caso. En el caso de administradores de hipotecas, la valuación de los derechos de servicios estará grandemente influenciada por el nivel y la dirección de las tasas de interés, pero también se verá afectada por las tendencias en los precios de las viviendas, las coberturas aplicables y otras características de la cartera.

La medición del riesgo de mercado normalmente involucra la evaluación del impacto de un desplazamiento de 100 puntos base o 200 puntos base en la curva de rendimiento, cambios en la forma de la curva de rendimiento, movimientos en los tipos de cambio de moneda extranjera y/o en las tendencias de los precios de las viviendas. Estas métricas frecuentemente son proporcionadas con base en modelos internos. Por lo tanto, Fitch no las considera completamente comparables entre emisor y emisor o entre periodo y periodo.

Herramientas y controles efectivos de mitigación, junto con un marco sólido de pruebas de estrés, pueden ser fuertes factores de mitigación para reducir el riesgo de mercado. Fitch evalúa la idoneidad de los controles relativos al riesgo de mercado de un emisor, prácticas de cobertura y otra información de riesgo de mercado en todo el negocio. Una efectiva administración y control del riesgo de mercado puede ayudar a reducir el impacto negativo de una alta exposición al riesgo de mercado la calificación crediticia individual de una compañía de financiamiento o arrendamiento, más por lo general las calificaciones asignadas a las compañías de financiamiento y arrendamiento con una alta exposición al riesgo de mercado estarán limitadas.

II.5 Evaluación del Perfil Financiero

Importancia de la evaluación

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

Las medidas de riesgo permiten un análisis de la manera en que el apetito de riesgo y la administración de una institución financiera no bancaria se comparan con las de sus pares y si el desempeño es proporcional a los ciclos comerciales. Las medidas de apalancamiento y de suficiencia de capital son relevantes dado que determinan la capacidad de una institución financiera no bancaria para crecer y absorber pérdidas inesperadas; el fondeo y la liquidez son relevantes dado que las deficiencias en estas dos áreas a menudo dan lugar a fallas de la institución financiera no bancaria como resultado de desfases en activo/pasivo o iliquidez de activos; la rentabilidad es un asunto de importancia ya que determina la capacidad de una institución financiera no bancaria para dar servicio a la deuda y/o generar capital de manera interna para actuar como una primer línea de defensa contra cargos de deterioro crecientes u otras fuentes de riesgo o pérdida.

El punto de partida de Fitch comienza normalmente en los estados financieros auditados, mas generalmente también tomará en cuenta los estados financieros no auditados y provisionales. Fitch realiza ajustes para permitir una mayor comparación entre jurisdicciones (NIIFs vs U.S. GAAP) como la reclasificación de partidas para adecuar sus hojas de cálculo estándar y cálculos de índices. Los ajustes pueden implicar la exclusión de ganancias/pérdidas no recurrentes o ganancias y gastos distintos a efectivo de la rentabilidad operativa, la exclusión

de activos intangibles del capital o la inclusión de créditos reestructurados como parte de activos deteriorados.

Las medidas financieras pueden no corresponder necesariamente a las evaluaciones individuales en toda la cartera de calificaciones de Fitch. Por ejemplo, grandes medidas de rentabilidad pudieran afectar de manera negativa la calificación individual del emisor ya que pueden indicar préstamos de mayor riesgo. De manera similar, niveles de capital por encima del promedio no pueden afectar de manera positiva la calificación individual del emisor si son resultado de un estrés financiero previo o presente. Las medidas financieras generalmente están influenciadas por el entorno operativo, y Fitch las considera en ese contexto. Las comparaciones de las medidas financieras entre geografías reflejarán por lo tanto los distintos entornos operativos, legales y regulatorios para los no bancarios. Por consiguiente, las comparaciones de las medidas financieras de los pares directos o dentro del mercado generalmente se tornarán más importantes en esta evaluación.

Fitch ha resaltado algunos indicadores financieros clave que son generalmente relevantes para la mayoría de las instituciones financieras no bancarias por subsector. Sin embargo, la agencia calcula y considera muchos otros indicadores financieros en su análisis. Además, Fitch no observa cada medida de manera aislada, sino que considera estos elementos juntos al formar una opinión del perfil financiero. Fitch no utiliza ponderaciones pre-establecidas para los factores o los sub-factores, su influencia relativa puede variar. Por ejemplo, la importancia relativa de la Capitalización y el Apalancamiento y la Calidad de Activos para el perfil crediticio individual de una institución financiera no bancaria que está sufriendo de un déficit de capital material como resultado de pérdidas crediticias altamente idiosincráticas, es probable que sea alta (y la calificación individual muy baja), aun si la institución financiera no bancaria sale bien o mejor en otros factores o sub-factores.

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

II.5.a Sociedades de corretaje de valores

La evaluación de Fitch del perfil financiero de las sociedades de corretaje de valores considera los siguientes sub-factores:

- Calidad de activos.
- Ganancias y rentabilidad.
- Capitalización y apalancamiento.
-
- Fondeo, liquidez y cobertura.

Esta sección refleja la metodología de calificación de Fitch según se incluía previamente en el informe de metodología "Metodología de calificación para sociedades de corretaje de valores" de fecha 21 de febrero de 2014.

Características de riesgo de las principales actividades comerciales de las sociedades de corretaje de valores

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

Fuente: Fitch.

Calidad de activos: En el caso de sociedades de corretaje de valores con una exposición del balance general más significativa a actividades de inversión y de préstamo, una evaluación de la calidad de activos es similar al análisis de Fitch de otras instituciones financieras no bancarias que son prestadores, tomando en consideración el deterioro de las carteras relacionado con el crecimiento de reservas y activos. En el caso de sociedades de corretaje de valores con un bajo uso del balance general, la calidad de activos puede tener una menor consideración de influencia o puede incluso ser considerada como no aplicable. El análisis de Fitch incluye actividades dentro y fuera del balance general incluyendo riesgos en las carteras de préstamo, contraparte, títulos y derivados. Fitch enfoca su atención en el desempeño de los activos a lo largo de los ciclos, lo que significa que es probable que la evaluación de Fitch del riesgo de crédito esté muy influenciada por el entorno operativo. Fitch está interesada básicamente en el impacto que los activos de bajo desempeño pueden tener en el capital de una empresa. Al revisar el desempeño de los activos, Fitch considera si el desempeño es acorde con las expectativas originales o si ha habido necesidad de cancelaciones, reservas y castigos. Las altas concentraciones, ya sea por geografía, título, sector o grupo de consumidores, exponen a una empresa a riesgos. Las mitigantes, como las coberturas, exposición de corto plazo y liquidez de activos, pueden ayudar a reducir el riesgo, mas generalmente es probable que las altas concentraciones sean factores negativos de la calificación.

Fitch toma en consideración los índices de cobertura de reserva, la idoneidad del colateral y los requisitos de margen y la capacidad para hacer efectiva la garantía. El enfoque de Fitch es determinar si es probable que el capital de la empresa se vea afectado de manera negativa debido a niveles de cobertura de reserva inadecuados. Para los activos mantenidos a valor razonable o de mercado. Para los activos mantenidos a valor razonable o valor de mercado, Fitch evalúa las metodologías de medición, particularmente tratándose de valoraciones basadas en un modelo. Fitch también considera la administración de la cartera vencida y el enfoque de la administración para reestructurar y reprogramar los activos deteriorados.

El nivel de riesgo crediticio entre las sociedades de corretaje de valores varía substancialmente. Algunas empresas registran volúmenes importantes de los activos en sus balances por más de sólo un corto plazo, y en los casos en que éstos son en gran medida instrumentos de deuda o préstamos, esto introduce riesgos más similares a los de los bancos tradicionales. Algunas sociedades de corretaje de valores también tienen exposición a riesgos crediticios a través de la extensión de préstamos, el depósito de activos con bursatilización o financiamiento estructurado pendiente, y de productos apalancados a través de derivados. El análisis del riesgo crediticio de las sociedades de corretaje de valores también resaltará los

Métricas clave de riesgo de la calidad de activos de las sociedades de corretaje de valores

Préstamos deteriorados/Total de préstamos brutos

Reservas para préstamos deteriorados / Préstamos deteriorados

Cargos por deterioro de préstamos/ Préstamos brutos promedio

Préstamos deteriorados menos reservas para préstamos deteriorados /Capital fundamental según Fitch

Crecimiento de préstamos brutos

Fuente: Fitch.

riesgos de contraparte y de liquidación y el riesgo crediticio en cualquier deuda ilíquida o posiciones de crédito mantenidas o garantías otorgadas.

El riesgo de contraparte es una consideración clave para las empresas que participan en transacciones de valores y derivados. Las empresas activas en las operaciones de intermediación de derivados y valores y que no tienen funciones crediticias y políticas de *scoring* o de calificación independientes para estas exposiciones sería poco probable que alcancen calificaciones de grado de inversión. Sin embargo, el riesgo crediticio no es tan importante para la actividad de corretaje puro (como es el caso de algunas IDB) o para las empresas que proporcionan servicios de asesoría, en lugar de invertir en transacciones de valores.

El riesgo de liquidación es todavía a menudo el mayor riesgo crediticio para los negocios de transacciones de valores. Los límites crediticios son por lo general establecidos por separado para el riesgo de liquidación y las transacciones de largo plazo. Un departamento de riesgo crediticio independiente de las mesas de venta y transacciones de valores que determine los límites contraparte, monitoree activamente el uso, y reporte las violaciones es considerado positivo, al igual que los parámetros de riesgo de las sociedades de corretaje de valores con respecto a la calidad crediticia de los principales custodios utilizados.

Además de un análisis crediticio más estandarizado para las instituciones financieras, el análisis de riesgo crediticio en las sociedades de corretaje de valores también puede enfocarse en: la sofisticación de los sistemas para calcular los requerimientos de márgenes y colaterales, así como el grado de sensibilidad de los modelos; el nivel de pruebas de estrés realizadas; y la proporción de posiciones no garantizadas (particularmente con las contrapartes que no sean grado de inversión). Fitch evalúa la composición y calidad de la cartera de inversiones de la empresa, sus criterios de inversión y su trayectoria en, o apetito por, vender grandes posiciones de suscripción.

Fitch analiza la exposición que una sociedad de corretaje de valores podría tener a las bursatilizaciones, ya sea retenidas o a través de inversiones. Aunque la mayoría de las sociedades de corretaje de valores en general no originan activos para ser incluidos en las bursatilizaciones, algunas están sustancialmente expuestas a los riesgos de activos bursatilizados, lo cual podría tener un impacto negativo en sus calificaciones si no están adecuadamente protegidas por el capital. Este riesgo es más prevalente en el caso de [estructuradores (*arrangers*)] que también almacenan activos antes de la bursatilización o que mantienen tramos de primeras pérdidas o tramos mezzanine. Su rol como [estructuradores (*arrangers*)] de bursatilizaciones que podrían fallar o como inversionistas en activos bursatilizados también podría exponerlos a riesgos reputacionales y legales.

En la medida en que Fitch es capaz de determinar y evaluar la exposición de una sociedad de corretaje de valores a los riesgos de bursatilización, los tramos de primera pérdida de las bursatilizaciones fuera del balance se deducen del cálculo del indicador Fitch Core Capital. La calificadora también puede agregar estos riesgos al balance si aún no están reportados como tal.

Perfil Financiero — Sociedades de Corretaje de Valores

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

Fitch considera los riesgos fuera del balance y los compromisos cuando son grandes en relación con el capital o activos ponderados por riesgo, o cuando plantean riesgos significativos de reputación o liquidez. Es probable que esto sea un riesgo inherente al que se enfrentan las empresas que han acordado financiar vehículos de propósito especial u otras contingencias no consolidadas, pero también es importante para las empresas que patrocinan fondos de inversión.

Ganancias y Rentabilidad: A diferencia de los bancos, los márgenes de interés de las empresas de corretaje de valores no son importantes para las sociedades de corretaje de valores, Fitch se enfoca principalmente en la sostenibilidad del ingreso por transacciones de intermediación, las comisiones, y el ingreso por comisiones, particularmente en los mercados volátiles. En cierta medida, el historial de una empresa a través de recesiones económicas pasadas, su franquicia y su diversificación de negocio proporcionan información sobre la sostenibilidad de los ingresos.

Fitch también revisa el control de costos, la flexibilidad y la variabilidad de los gastos (con particular énfasis en las políticas de compensación), y el seguimiento del desempeño en comparación con los pares de la empresa, así como proyecciones o expectativas. Fitch incorpora en su evaluación las expectativas sobre la fortaleza y mezcla de las líneas de negocio de una empresa.

Fitch por lo general considera las operaciones de intermediación e inversión por cuenta propia como un factor crediticio negativo debido a la significativa volatilidad potencial que éstas aportan al flujo de ingresos. Sin embargo, su fortaleza, diversidad, y el nivel de capital que la sostienen también son consideraciones importantes en la determinación de la calificación individual. A menudo es difícil determinar las operaciones de intermediación por cuenta propia en relación al flujo de clientes, especialmente para las empresas de creación de mercados, aunque los períodos de bajo flujo de clientes pueden proporcionar una mayor revelación.

Los flujos de ingresos que dependen de negocios con un riesgo relativamente alto a menudo son complementados por ingresos operacionales más estables, tales como los provenientes de la administración de activos, operaciones de liquidación, o el financiamiento de valores. Fitch revisa la contribución de estos segmentos de negocio para determinar la estabilidad de ganancias generales, y considera una contribución significativa como factor positivo de calificación. Sin embargo, debido a los estrechos márgenes de ganancia de estos negocios, a menudo requieren de una escala sustancial para poder impactar significativamente en los resultados.

La mayoría de los ingresos provenientes de operaciones de intermediación se derivan de la valoración al precio de mercado (*mark-to-market*), los cuales pueden o no estar materializados en forma de efectivo. Para ayudar a entender la confiabilidad de los ingresos reportados al precio del mercado, cuando es factible, Fitch revisa el análisis y la dependencia en, los modelos de tarificación de la empresa desarrollados internamente y la base contable para las líneas de producto que son altamente dependientes de la determinación de los precios de mercado mediante un modelo o descuento debido a problemas de exclusividad o liquidez. Fitch intenta determinar la porción de ingresos que depende de los inputs y modelos internos. Una dependencia importante en inputs basados en modelos podría aportar una volatilidad potencial en los ingresos si se prueba que los supuestos utilizados son inválidos, colocando de tal modo mayor presión en las calificaciones individuales.

Fitch analiza los niveles e indicadores de compensación y gastos totales por tendencia y, generalmente, en relación con los pares de la industria. La calificadora primero evalúa la variabilidad de la base de gastos de una empresa en relación a sus líneas de negocio. Para las sociedades de corretaje de valores, los costos de compensación son por lo general los

Métricas clave de ganancias y rentabilidad de las sociedades de corretaje de valores

Uso alto del balance general

Resultado neto/Capital promedio

Utilidad de operación / Capital promedio

Gastos de operación / Total de ingresos

Compensación / Ingresos netos

Uso bajo del balance general

EBITDA/Ingresos

Fuente: Fitch.

más grandes de estos componentes variables, pero la flexibilidad está a veces limitada en un entorno de contratación competitivo.

La capacidad de una empresa para retener a empleados calificados afecta su capacidad para mantener su franquicia y flujo de negocios. Los gastos de compensación a menudo son analizados como un porcentaje de los ingresos netos para determinar los costos relacionados con los niveles de actividad, en donde los índices desmedidos de compensación potencialmente limitan las calificaciones individuales. Sin embargo, la mezcla de negocios es una consideración importante al evaluar este índice, ya que líneas específicas de negocio pueden requerir un mayor o menor soporte de infraestructura y de personal.

La estabilidad del indicador de compensación a través de varios ciclos de ingresos es también una medida importante de la flexibilidad de la estructura de costos. Fitch evalúa la eficacia de la política de compensación – principalmente los bonos – de una empresa para controlar los gastos de compensación. Esto incluye el grado en que los bonos están vinculados al desempeño individual o de la empresa, se distribuyen a lo largo del tiempo, o son pagados en acciones o en opciones en lugar de en dinero en efectivo.

Fitch evalúa los costos no relacionados con el personal como porcentaje de los gastos no vinculados con los intereses/gastos no financieros en forma agregada y, cuando es posible o relevante, por líneas de producto individuales. La calificadora también considera la mezcla de negocios de la empresa en la evaluación de los indicadores de costos no relacionados al personal. Aunque un índice de costos no relacionados al personal inusualmente alto o una tendencia creciente en el mismo puede indicar una falta de control de la administración de los niveles de gastos, un índice bajo podría indicar una insuficiente reinversión en tecnología e infraestructura para mejorar la productividad, cumplir con requisitos regulatorios y sostener la competitividad de la empresa, o para mantener una buena supervisión del desarrollo de riesgos. El reto para la industria ha sido el de poder controlar los costos a través de ciclos de mercado debido a las líneas de negocio que se ofrecen.

En el caso de las sociedades de corretaje de valores que llevan a cabo limitadas actividades intensivas en balance general, las típicas medidas de rentabilidad de flujo de efectivo que son utilizadas pueden incluir medidas de ganancias relacionadas con las comisiones, tales como el margen EBITDA. Estas medidas a menudo se ajustan por diferentes consideraciones analíticas, incluyendo pero no limitado a, ítems extraordinarios, ítems relacionados al desempeño u otros gastos no-monetarios (tales como la compensación en forma de acciones). Dada la necesidad continua de las IDB de invertir en el desarrollo de tecnología, Fitch también considera el monto de flujo de efectivo operacional generado para apoyar los gastos de capital. Un flujo de efectivo operativo limitado y/o una sostenida inversión insuficiente en el negocio podría tener implicaciones negativas en la calificación.

Capitalización y Apalancamiento: Para aquellas sociedades de corretaje de valores que mantengan un volumen sustancial de activos en el balance u obligaciones que podrían requerir fondeo, la evaluación de Fitch de apalancamiento refleja más cercanamente un análisis bancario. La calidad y tamaño absoluto del capital de una firma y su adecuación de capital (por ejemplo, el tamaño de su capital en relación con sus riesgos), son consideraciones fundamentales al evaluar la calidad crediticia. Una baja adecuación de capital puede anular otros factores intrínsecos de crédito y ejercer presión considerable sobre la calificación. El capital social provee un colchón para absorber pérdidas no reservadas inesperadas y permite a la firma continuar como un negocio en marcha y evitar el fracaso. Fitch considera no solamente requisitos los regulatorios de capital, pero también los objetivos específicos de la administración. Fitch también usa herramientas de estrés para evaluar adicionalmente la propiedad de las medidas resultantes de capital y el apalancamiento relacionado con el riesgo.

Métricas Clave de Capitalización y Apalancamiento de Firmas de Valores

Alto Uso del Balance

Total Activos/Capital

(Activos Tangibles + Extrapolaciones para Derivados, Contratos de Readquisición Reversos y Valores Pedidos Prestados) / Capital Fundamental según Fitch

(Activos Tangibles – Contratos de Readquisición Reversos)/Capital Fundamental según Fitch

(Activos Tangibles – Contratos de Readquisición Reversos – Valores Pedidos Prestados)/Capital Fundamental según Fitch

Índice de Capital Nivel I

Capital Fundamental según Fitch/Activos de Riesgo Ponderado

Bajo Uso de Balance

Deuda Bruta / EBITDA Ajustado

Fuente: Fitch.

Las métricas primarias de apalancamiento de Fitch en el análisis de sociedades de corretaje de valores que son más intensivas del balance son apalancamiento tangible bruto (activos tangibles sobre el Capital Fundamental según Fitch o su inverso), apalancamiento ajustado (activos tangibles menos *repos* reversos sobre el Capital Fundamental según Fitch o su inverso) y apalancamiento neto ajustado (activos tangibles menos *repo* reverso y valores pedidos prestados sobre Capital Fundamental según Fitch o su inverso). Las definiciones de todas las tres índices son incluidas en la tabla en el Anexo 6. Particularmente para instituciones que reportan bajo los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de los Estados Unidos de América (U.S. GAAP, por sus siglas en inglés: *US Generally Accepted Accounting Principles*), Fitch hace ajustes adicionales al índice tangible de apalancamiento bruto cuando es posible incorporar la extrapolación de derivados, valores pedidos prestados y *repos* reversos. Esto pretende reflejar mejor el riesgo económico asociado con los derivados, valores pedidos prestados y *repos* reversos incrementando la comparabilidad con firmas que reportan bajo IFRS.

Estos índices de apalancamiento evalúan la medida en la que los activos que una firma posee en su balance son financiados por deuda. Los índices basados en activos reportados son crudos, pero aún medidas importantes de apalancamiento real. Fitch también usa índices regulatorias de riesgo ponderado cuando están disponibles y realiza un análisis adicional, generalmente más cualitativo, para compensar la pérdida de cualquier ponderación de riesgos y la ausencia de cualesquiera exposiciones fuera del balance en la métrica total de activos.

Para sociedades de corretaje de valores que llevan relativamente pocos activos de riesgo, la evaluación de la cobertura de deuda se basa más en flujos de efectivo, con deuda bruta sostenida/EBITDA de 1.5-2.5x generalmente visto como consistente con calificaciones de categoría 'BBB', sujeto a características suficientes de calificación con respecto a otros factores clave de calificación. La deuda sostenida bruta/EBITDA por encima de 3.0x sería inconsistente con calificaciones de grado de inversión.

Para corredores entre negociantes y algunas otras sociedades de corretaje de valores, un gran índice de efectivo está ligado con subsidiarias para propósitos regulatorios y operativos, por lo que el apalancamiento es mejor evaluado sobre una base de deuda bruta. Fitch también considera la deuda neta/EBITDA, pero reconoce que el efectivo en exceso puede de otra manera ser consumido o desplegado, particularmente durante periodos de estrés.

Para sociedades de corretaje de valores que tienen una combinación de negocios que tiene diferentes grados de uso de balance, como corredores minoristas, Fitch típicamente evaluará tanto los índices de apalancamiento de flujo de efectivo y balance, como los índices de balance tomando importancia creciente en el análisis de instancias donde el uso del balance es más pronunciado.

Cuando es relevante, Fitch también observa el doble apalancamiento, definido como inversiones de capital en subsidiarias divididas por capital, que refleja que la deuda emitida a nivel de sociedad matriz ha sido entregado como capital en subsidiarias. Aunque un monto menor de doble apalancamiento puede ser esperado, Fitch se preocupa cuando el doble apalancamiento es alto (por ejemplo por encima del 120% o más del capital común de una sociedad matriz). Un alto grado de doble apalancamiento puede resultar en diferenciales incrementados de calificación entre una sociedad matriz y sus subsidiarias, particularmente si están involucradas subsidiarias reguladas, ya que los dividendos de esas entidades pueden ser restringidos. Cuando es posible, Fitch revisará la capacidad del dividendo de una subsidiaria regulada relativo a la tenencia de los costos y dividendos fijos de la sociedad.

Además del propio grupo de medidas de capital usado por Fitch, los planes de administración de capital de una firma y un entendimiento de sus modelos económicos de capital son

importantes para las calificaciones. Fitch considera los modelos económicos de capital que influyen positivamente en las actividades de negocio y proveen niveles estables y robustos de capital sobre un periodo extendido de tiempo como positivo para las calificaciones. Cuando es relevante, Fitch monitorea los índices regulatorias de capital y los índices de obligación de capital para asegurar que la firma no esté en peligro de incumplir.

Fondeo, Liquidez y Cobertura: Las sociedades de corretaje de valores por lo general son financiadas en los mercados mayoristas, con un alto grado de dependencia en el fondeo de corto plazo garantizado, teniendo como consecuencia que son sensibles a las condiciones negativas del mercado. Es importante que las sociedades de corretaje de valores ajusten de manera adecuada el plazo de su fondeo a la liquidez de sus activos, con acuerdos de recompra (*repos*) de corto plazo utilizados principalmente para activos altamente líquidos que pueden ser comprometidos en una operación de intermediación y activos menos líquidos (o no líquidos) fondeados con deuda de largo plazo o capital.

Fitch considera la dependencia de las sociedades de corretaje de valores en el fondeo mayorista como una limitante de calificación, que típicamente limita las calificaciones a la categoría de calificación individual 'BBB'. Las calificaciones individuales en la categoría 'A' pueden potencialmente ser alcanzadas en casos excepcionales tales como niveles muy bajos de apalancamiento y/o una franquicia líder y ampliamente diversificada.

Una relativamente alta proporción de los endeudamientos y préstamos de las sociedades de corretaje de valores está asegurada por garantías de valores líquidos, lo cual es visto positivamente. Es decir, la liquidez puede ser significativamente reducida cuando las contrapartes de los *repos* y los principales clientes de corretaje se retiran como resultado de eventos negativos de estrés en el mercado que generan pérdidas reales o percibidas, investigaciones regulatorias o acusaciones de fraude. Aunque las sociedades de corretaje de valores no son las únicas entidades afectadas por los cambios en la elegibilidad de la garantía, descuentos (*haircuts*) crecientes o importantes ampliaciones en los diferenciales de compraventa, sus calificaciones son mucho más sensibles a cambios en estos factores porque por lo general dependen de fuentes de fondeo más sensibles al crédito.

Fitch evalúa los requisitos de fondeo de una empresa y su situación de liquidez y la administración de la misma. Una característica de una empresa de grado de inversión sólido es la alta proporción de activos líquidos libres de gravamen. El acceso a líneas de liquidez del banco central es también un factor positivo para las calificaciones, pero no todas las sociedades de corretaje de valores se benefician de esto, ya que dicho acceso depende de la jurisdicción y de la condición legal dentro de esa jurisdicción.

Fitch evalúa la financiación de activos ilíquidos, como banca comercial y valores de alto rendimiento, activos fijos y capital privado y considera la medida en la que son financiados por deuda de largo plazo y capital. Fitch también evalúa cualesquiera requisitos contingentes de financiación que la firma puede enfrentar, como líneas de liquidez o líneas de respaldo otorgadas o solicitudes adicionales de garantía que pueden ser hechas a éste si las condiciones de mercado cambian.

En el caso de las sociedades de corretaje de valores con bajo uso del balance, el fondeo, liquidez y cobertura son principalmente evaluados en el contexto de activos líquidos en relación a vencimientos de corto plazo y otras necesidades de efectivo operacionales, y EBITDA a gasto por interés. Fitch por lo general considera un EBITDA sostenido/gasto por interés por encima de 6.0x como consistente con calificaciones de la categoría 'BBB', sujeto a características de calificación suficientes a los demás factores determinantes de calificación clave. La diversificación del fondeo, el acceso a fuentes de fondeo contingentes y una apropiada distribución de los vencimientos de deuda son también consideraciones relevantes.

Métricas Clave de Fondeo, Liquidez y Cobertura de Sociedades de Corretaje

Alto Uso de Balance

Activos Líquidos/Financiamiento de Corto Plazo

Financiamiento de Largo Plazo/Activos ilíquidos

Bajo Uso de Balance

Activos Líquidos/Financiamiento de Corto Plazo

EBITDA Ajustado/Gasto de Intereses ^a

^a Ver Anexo 6 para definición ajustada de EBITDA. Fuente: Fitch.

La comprensión y monitoreo que hace Fitch del cumplimiento del emisor de todas los [resguardos (*covenants*)] de fondeo, la medida en que dicho cumplimiento fluctúa, y la capacidad de la administración para manejar esto son también factores importantes en la calificación individual de una sociedad de corretaje de valores.

II.5.b Administradores de Inversión

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

- Desempeño de Activos.
- Ganancias y Rentabilidad.
- Capitalización y Apalancamiento.
- Fondeo, Liquidez y Cobertura.

Desempeño de Activo: Fitch considera que el desempeño de activo es un indicador importante de la capacidad del IM de continuar reuniendo (F)AUM para apoyar la generación de cuotas futuras de administración y, por lo tanto, capacidad continuada de cumplimiento de deuda. Este análisis iniciará con frecuencia con miras al historial de la firma en términos del desempeño de fondo relativo a puntos de referencia internos y pares. Fitch considerará puntos de referencia específicos para la firma al evaluar el desempeño de fondo, pero también considerará a fuentes independientes para datos de desempeño, cuando estén disponibles, para entender el desempeño relativo del fondo basado en venta, tamaño, geografía y estrategia.

La estabilidad del desempeño de inversión, sobre una base absoluta y relativa a las expectativas del inversionista es crítica para IMs y fondos alternativos, ya sea que se especialicen en inversiones líquidas o activos alternativos. Los IMs que administran activos para clientes institucionales enfrentan competencia feroz por activos, con flujos de efectivo estrechamente relacionados con registros de desempeño de tres y cinco años en contra ya sea del punto de referencia relevante o el universo de partes. El desempeño que es significativamente menor que los pares o puntos de referencia aplicables puede ser un factor negativo de calificaciones, ya que hace difícil para administradores institucionales mantener cuentas existentes y atraer nuevos clientes. Esto también es cierto para IMs que administran fondos para inversionistas minoristas y de alto valor neto, quienes pueden enfrentar el reto adicional de perder acceso a plataformas de terceros de distribución. Sin embargo, periodos prolongados de rentabilidad superior inexplicable también requerirían un análisis adicional y podría conducir a acción negativa de calificación si debilidades materiales en la administración de riesgo y/o cambio de estilo fueran el catalizador.

Esta sección refleja la metodología de calificación de Fitch como previamente contenida en el reporte de metodología 'Metodología de Calificación para Administradores de Inversiones y Fondos Alternativos de fecha 14 de marzo , 2013.

Métricas Clave de Desempeño de Activos IM

| |
|---|
| (F)AUM |
| Crecimiento (F)AUM |
| Entradas Netas de Cliente/Inicio (F)AUM |
| Cuotas de Administración/(F)AUM |
| Total Ingresos/(F)AUM |
| (F)EBITDA/(F)AUM |
| Fuente: Fitch. |

Perfil Financiero — Administradores de Inversión

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

El bajo rendimiento o pérdidas de inversión de inversión puede resultar en riesgo de litigio o en cargos subsecuentes en contra de ganancias para reembolsar total o parcialmente a los inversionistas por las pérdidas. Por ejemplo, un administrador de ingreso fijo que invirtió en instrumentos de muy alto riesgo puede enfrentar litigio por pérdidas incluso si las inversiones fueran técnicamente permisibles bajo el contrato de cuenta o prospecto. Aun cuando el IM no es vulnerable a litigio, puede elegir reembolsar parcialmente dichas pérdidas para mantener relaciones con el cliente o evitar daño a la reputación.

Fitch evalúa los flujos de fondo sobre una base absoluta y relativa para entender la capacidad de una firma de tomar ventaja de las condiciones de mercado para invertir y/o salir de inversiones y, para fondos líquidos, para evaluar entradas netas o amortizaciones sobre una variedad de ciclos de mercado. Se esperaría que los IMs con flujos de fondo más volátiles mantengan menor apalancamiento, todo lo demás igual, dada la menor estabilidad en las cuotas a lo largo del tiempo.

Fitch también evaluará la estabilidad de la cuota de administración considerando las contribuciones de ganancias por fondo, estrategia y/o segmento. Un fondo considerable recientemente cerrado probablemente provea alguna estabilidad en cuotas de administración en el corto-mediano plazo, pero puede ser difícil reemplazar el flujo de cuota con un fondo de seguimiento de tamaño similar una vez que el fondo existente salga de su periodo de inversión, particularmente durante periodos de estrés económico. Similarmente, alta exposición a una estrategia de sector o industria podría producir correlaciones descomunales y más volatilidad en flujos de cuotas.

Desde una perspectiva de segmento, los IMs se han vuelto cada vez más diversos en los años recientes, ya que la regulación ha producido oportunidades significativas de adquisición, que pueden crear alguna contra ciclicidad dentro del negocio y conducir a estabilidad mejorada de cuota a lo largo del tiempo. Asumiendo que una escala apropiada, experiencia en sistemas e inversión estén en su lugar, Fitch considera la diversidad del segmento favorablemente.

Una revisión del desempeño de activos también toma en consideración rendimientos de cuota, ingreso y ganancias como un porcentaje de (F)AUM. Los IMs con una franquicia y reputación fuertes pueden con frecuencia acumular ganancias descomunales y términos de fondo más favorables (por ejemplo, dividir una transacción y monitorear cuotas con LPs) relativo a pares. Fitch revisa las cuotas promedio de cuotas sobre estrategias individuales sobre una base relativa para evaluar el poder de fijación de precios de los IMs y la capacidad de resistir presión adicional de cuota.

Ganancias y Rentabilidad: La evaluación de Fitch de las ganancias y rentabilidad considera la tendencia histórica del desempeño de ganancias de un IM, la diversidad, estabilidad y calidad de sus ganancias y la capacidad del IM de generar utilidades a través de ciclos. Si es posible, Fitch también examina los presupuestos y proyecciones puestos a disposición por el emisor, aunque éstos son balanceados en contra de la sensibilidad de ganancias del IM a las tendencias del mercado para evaluar la confiabilidad de proyecciones de ganancias. La mezcla de productos y la fuerza de desempeño por producto son factores clave al proveer estabilidad de ganancias. Fitch también puede hacer sus propios estimados sobre la vulnerabilidad del IM a tendencias adversas del mercado para evaluar capacidades de desempeño en un escenario de estrés.

Un componente adicional al evaluar la estabilidad de ganancias y cuotas es si hay mecanismos de bloqueo (lock-ups) por parte de los inversionistas del fondo. Generalmente, Fitch considera los lock-ups y particularmente los lock ups de largo plazo, más favorablemente ya que proveen a los IMs una base más estable sobre la cual ganar cuotas. Los fondos escalonados y los lock-ups también son vistos generalmente más favorables desde una

perspectiva de ganancias ya que aseguran que el cierre de un fondo no resulte en una baja dramática en las cuotas y ganancias consecuentemente.

Al evaluar el desempeño de ganancias, Fitch generalmente comparará índices clave de desempeño no solamente con los pares de un IM, pero también puede hacer comparaciones con un universo mayor de entidades corporativas por categoría de calificación. Aunque ningún índice único determina el nivel de calificación, el análisis de las cuotas base de administración de una firma y los márgenes (F)EBITDA en contra de sus pares y otras industrias ayuda a Fitch a evaluar la calidad del desempeño de ganancias.

El análisis de Fitch está basado en cuentas preparadas bajo regímenes regulatorios de contabilidad como los IFRS y los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de los Estados Unidos de América (U.S. GAAP, por sus siglas en inglés: *US Generally Accepted Accounting Principles*). Fitch puede ajustar el ingreso reportado para eliminar la distorsión relacionada con diferentes estándares contables. Esto ayuda a mejorar la comparabilidad de métricas de desempeño para firmas en diferentes jurisdicciones. Adicionalmente, Fitch tiende a depender en gran medida de las medidas distintas a GAAP al analizar IMs alternativos en EEUU, ya que la cuenta de consolidación altera la posibilidad de evaluar el desempeño central operativo de la firma.

Fitch se enfoca en gran medida en la generación (F)EBITDA de un IM para evaluar su capacidad de cumplir con la deuda. Fitch hará ajustes a resultados operativos para derivar un nivel (F)EBITDA recurrente al remover artículos que no se esperan que recurran o que sea probable que sean más inestables a lo largo del tiempo.

(F)EBITDA incluye cuotas de transacción, monitoreo y asesoría, pero Fitch puede removerlos de su cálculo recurrente de flujo de efectivo si se consideran muy inestables a lo largo del tiempo. A la inversa, el ingreso por intereses y/o dividendos que un IM alternativo pueda ganar de inversiones balance podría ser añadido a (F)EBITDA si se considera que el ingreso es contractual (por ejemplo, cupones de intereses y dividendos preferentes), menos correlacionado con las cuotas básicas de administración y relativamente estable a lo largo del tiempo.

Mientras que Fitch se enfoca en medidas recurrentes de flujo de efectivo al evaluar el desempeño de ganancias centrales de un IM, la agencia no ignora la generación de ingreso de co-inversión o el ingreso de incentivo (también conocido como ingreso llevado o cuotas de desempeño) ya que proveen un colchón adicional para la capacidad de atender deudas y habla del éxito del administrador de fondo, que ayuda a la sociedad a reunir fondos futuros y, por lo tanto, la generación de cuotas futuras de administración. El interés llevado puede ser material, pero tiene una variabilidad significativa a lo largo del tiempo debido a la sincronización de salidas de inversión, la necesidad de lograr altas marcas de agua (o ganancias mínimas LP) antes del reconocimiento y el potencial para recuperaciones futuras, los cuales ocurren cuando el GP ha recibido distribuciones de intereses llevados en exceso de su tasa contractual y la distribución en exceso debe ser reembolsada a los inversionistas.

Al evaluar contribuciones de intereses llevados a ganancias, Fitch considera a los componentes obtenidos y no obtenidos y evalúa su variabilidad a lo largo del tiempo y la correlación con los ciclos económicos. Se esperaría que los IMs con mayor diversidad desde una perspectiva de fondo, estrategia y/o segmento produzcan ingreso de incentivo que sea menos inestable a lo largo del tiempo, todo lo demás igual. Fitch tiende a enfocarse en intereses llevados obtenidos, netos de compensación asociada y compara los índices de compensación de cuota de desempeño con firmas pares para determinar la capacidad de un IM de retener empleados clave y su potencial para generar flujo de efectivo excedente para tenedores de deuda.

Definiciones de Ganancias IM

| |
|---|
| Cuotas Base de Administración |
| (+) Cuotas de Transacción y Consultoría |
| (-) Compensación No vinculadas a |
| (-) Compensación de Capital |
| (-) Gastos Operativos |
| (-) Gasto de Intereses |
| (=) Ganancias relacionadas con Cuotas |
| (+) Compensación de Capital |
| (+) Gasto de Intereses |
| (+) Depreciación y Amortización |
| (-) Ingresos que no implican pago en Efectivo |
| (=) (F)EBITDA |

Fuente: Fitch.

Métricas Clave de Ganancias y Rentabilidad IM

| |
|--|
| Cuotas de Administración/Cuotas Totales |
| Cuotas de Administración/Total Ingresos (Compensación Base + Gastos Operativos)/Total Ingreso Cuotas |
| Compensación de Incentivo/Ingreso de Incentivo |
| Ganancias relacionadas con Cuotas (Ingreso Neto)/Ingreso de Cuota |
| (F)EBITDA/Ingreso de Cuota |
| Ingreso Neto/Capital Promedio |

Fuente: Fitch.

Para IMs más intensivos de balance, los ingresos sobre activos (ROA por sus siglas en inglés: *returns on assets*) y los ingresos sobre capital (ROE por sus siglas en inglés: *return on equity*) son consideraciones adicionales a medidas basadas en (F)EBITDA, mientras que ROE es una métrica clave de ganancias para fondos alternativos.

Al revisar la rentabilidad, Fitch también evalúa el grado en el que las ganancias de un IM y/o el desempeño de una inversión son sensibles a cambios en los mercados financieros. En general, Fitch considera un menor grado de sensibilidad a los mercados financieros como un factor positivo de calificación, ya que tiende a resultar en mayor estabilidad de ganancias. Por lo tanto, Fitch considera qué tan susceptibles son las cuotas de administración de inversiones o fondos subyacentes a movimientos de mercado.

Fitch evaluará el impacto de mercados financieros adversos sobre operaciones de un IM. Para IMs que derivan la mayoría de sus ingresos o ganancias de activos financieros comerciados en mercados públicos, Fitch asumirá un shock a la baja en valores de mercado. Para IMs que derivan en un mayor índice de sus ganancias de cuotas de transacción, Fitch asumirá una severa disminución en la actividad de mercado. En muchos casos donde el IM deriva ingresos de ambas fuentes, la prueba de estrés puede combinar los dos estreses. Fitch también considera la capacidad del IM de disminuir gastos bajo un escenario de estrés. Sin embargo, Fitch típicamente esperaría que la mayoría de los componentes de gasto no disminuyan tan bruscamente como los ingresos.

Para IMs alternativos cuyos fondos sean objeto de lock-ups contractualmente (por ejemplo, basados en fondos comprometidos o fondos invertidos) Fitch no aplicaría un shock basado en el mercado sobre ingresos de negocio existente. Sin embargo, Fitch normalmente asumiría caídas bruscas en el monto de nuevo capital que un IM alternativo puede reunir y también consideraría características contractuales reducidas y salidas normales de fondo.

Capitalización y Apalancamiento: El análisis de Fitch del apalancamiento y capitalización del IM generalmente toma un enfoque corporativo, en el cual el enfoque es en el flujo de efectivo y en la cobertura de activo en lugar de un análisis del balance, como es típico con instituciones financieras más tradicionales. Fitch usa (F)EBITDA como un sustituto para flujo de efectivo, sin dar ningún crédito para la generación de ingreso de incentivo, que Fitch reconoce puede ser material pero variable a través de los ciclos. Fitch considera métricas secundarias de apalancamiento que incluye una porción de ingreso de incentivo, aunque típicamente éstos no son factores primarios de calificación dada la incertidumbre y variabilidad en los resultados.

El apalancamiento, como se mide por la deuda dividida por (F)EBITDA, es analizado desde una perspectiva de tendencia y relativo a firmas pares y los niveles generales de tolerancia de Fitch para una calificación determinada. Fitch reconoce que algunos IMs alternativos evalúan cuotas en contra de activos invertidos o activos comprometidos en lugar de en contra del NAV actual. Estas cuotas son más estables a lo largo del tiempo, ya que no varían con condiciones de mercado. En concordancia, para los IMs con la mayoría de sus cuotas evaluadas en contra de NAV, Fitch ve apalancamiento de 1.5x o menor como consistente con calificaciones de categoría 'A' y apalancamiento de 3.0x o menor consistente con calificaciones de categoría 'BBB'. Para IMs con la mayoría de sus cuotas evaluadas en contra del capital comprometido, Fitch ve apalancamiento de 2.5x o menor como consistente con calificaciones de categoría 'A' y apalancamiento de 4.0x o menor como consistente con calificaciones de categoría 'BBB'.

Los índices de apalancamiento son una aportación importante en la evaluación de un perfil de crédito de IM, pero una firma podría tener apalancamiento por encima del nivel general de tolerancia de la agencia para cualquier categoría de calificación dada si hay otros factores de mitigación que apoyan la calificación. Por ejemplo, el apalancamiento puede ser inflado en el corto plazo para aprovechar condiciones oportunistas de financiamiento y/o adquisiciones

Métricas Clave de Capitalización y Apalancamiento de IM

Deuda Bruta/(F)EBITDA

Deuda Neta/(F)EBITDA

Deuda Bruta/Capital Tangible

Deuda Bruta/Capital fundamental Fitch

Deuda Neta/Capital Tangible

Fuente: Fitch.

potenciales, que podrían esperarse que añadieran (F)EBITDA incremental con el tiempo. A la inversa, los objetivos de apalancamiento de largo plazo de IM pueden estar por encima de la tolerancia general de Fitch, pero los factores como franquicia, tamaño, diversidad, historial y/o eficiencias operativas pueden proveer mejor estabilidad al flujo de ingresos.

Para fondos alternativos e IMs que tienen una exposición material de co-inversión, la capitalización del balance es una consideración más significativa. Al revisar la adecuación de capitalización, Fitch considera el tamaño de base de capital en relación con el fondo alternativo o riesgos de IM. Fitch se esfuerza por obtener información sobre las inversiones subyacentes para poder evaluar el impacto potencial sobre el fondo o firma, incluyendo información sobre la liquidez y volatilidad de precio de la inversión y/o el perfil financiero de la tenencia subyacente. En la medida en que esta información no es pública o de otra manera disponible, es poco probable que Fitch pueda mantener calificaciones sobre dichas entidades, a menos de que el capital social se considere suficiente para absorber cualquiera y todas las pérdidas de las inversiones del balance sin perjudicar la capacidad de servicio de deuda del emisor.

En la medida en que el capital es un factor analítico significativo, Fitch toma en cuenta las políticas de administración con respecto a objetivos de índice de capital mínimo, programas de recompra de acciones y pagos de dividendos, así como la habilidad de IM para reunir nuevo capital y su registro interno de generación de capital. Si está sujeto a requisitos regulatorios de capital, Fitch también revisará éstos, ya sea en la propia firma o en cualquier subsidiaria regulada.

Fitch inicia su análisis de capital evaluando el nivel de IM del Capital Fundamental según Fitch como definido en el Anexo 6. Ya que muchas de las diferencias entre el Capital Fundamental según Fitch y el capital común tangible no son relevantes o disponibles para muchos IMs, el capital común tangible puede ser típicamente una medida comparable. Fitch define el capital común tangible como capital menos crédito mercantil y otros intangibles. Ambos métodos enfatizan el capital común, la forma de capital que Fitch considera más disponible para absorber pérdidas inesperadas.

Muchos IMs crecen por adquisición y, por lo tanto, llevarán un monto significativo de crédito mercantil y otros intangibles en su balance. Estos activos también están sujetos a deficiencia si la viabilidad del negocio adquirido se deteriora. Fitch incorporará el potencial para dicho deficiencia en su análisis como apropiado. Fitch nota que esa deficiencia no tendrá ningún impacto sobre el capital tangible o Capital Fundamental según Fitch, ya que el crédito mercantil está excluido de ambas medidas. Sin embargo, la deficiencia significativa sería un indicador negativo sobre la salud total de las ganancias centrales de un IM.

Fitch nota que los IM que solamente administran activos para inversionistas externos con frecuencia no tienen balances considerables que requieran absorción significativa de pérdida. En dichos casos, la capitalización podría ser menor y el capital común tangible podría ser negativo, aún al nivel de grado de inversión. Sin embargo, Fitch esperaría que dichos IMs tengan suficiente efectivo y capacidad de generación de efectivo para compensar pérdidas inesperadas de litigio u operativas como apropiado dado el alcance de sus operaciones.

En igualdad de condiciones, un IM que hace uso extensivo de su balance e invierte en inversiones no líquidas tenderá a tener calificaciones menores que un IM que hace poco uso de su balance. Sin embargo, otros factores como la capitalización, acceso a capital y liquidez pueden hacer contrapeso a esos factores.

Para fondos alternativos, Fitch considera el grado de apalancamiento inherente en el fondo y si la deuda está garantizada. Fitch analiza el apalancamiento similarmente a sociedades de

Métricas Clave de Fondeo, Liquidez y Cobertura de IM

| |
|---|
| (F)EBITDA/Gasto de Intereses (Efectivo + Activos Líquidos)/ Activos Totales |
| (Efectivo + Activos Líquidos)/Deuda (Efectivo + Activos Líquidos + Co-Inversiones)/Deuda |
| Activos Líquidos/Obligaciones de Fondo Dividendos/Ganancias de Efectivo |

Fuente: Fitch.

corretaje de valores, usando NAV como un sustituto de capital. Altos niveles de apalancamiento serían vistos como un atributo de calificaciones negativas para fondos alternativos, dadas las ganancias menos estables, ya que las cuotas son generalmente pagadas al IM y son típicamente preferentes a pagos de deuda y el reembolso sobre obligaciones usualmente proviene de ventas de activos y esos activos son usualmente menos líquidos.

Fondeo, Liquidez y Cobertura: Los IMs pueden pedir prestado para financiar compromisos de adquisiciones o de co-inversión, cumplir con necesidades operativas de corto plazo (como el pago de compensación de incentivo) o proveer fondos para subsidiarias reguladas como las sociedades de corretaje de valores. Al evaluar la estabilidad de dichas fuentes de financiamiento, Fitch revisa el perfil de vencimiento de una deuda del IM, las fuentes de reembolso para cualesquiera vencimientos de corto plazo, la naturaleza de obligaciones significativas de deuda y el desempeño actual y reciente del IM bajo esas obligaciones.

El acceso a deuda no garantizada y la falta de dependencia sobre cualquier fuente única de financiamiento son vistas como factores de calificación intrínsecos positivos, como es el escalonamiento de vencimientos de deuda. Para fondos alternativos e IMs con mayor exposición material del balance, Fitch también considera el perfil de vencimiento de deuda de las fuentes de financiamiento de la firma relativo a sus vencimientos de activo y liquidez de activo.

Para IMs menores de tenencia privada, el acceso a mercados de deuda externos puede ser una consideración crítica. Las firmas pequeñas de tenencia privada con niveles de ganancias estables y menores de deuda, pero sin ninguna historia o posibilidad probable para acceder a los mercados de capital, probablemente no recibirían calificaciones autónomas de grado de inversión. Por otra parte, el acceso demostrable a un número de mercados externos tanto en ambientes de mercado estables y con problemas probablemente tendrá un impacto positivo en calificaciones autónomas.

Al evaluar el desempeño bajo obligaciones de deuda, Fitch usará el cálculo del emisor de (F)EBITDA bajo los términos del contrato de financiamiento, que pueden ser más expansivos que la propia definición de Fitch. En la mayoría de los casos, los IMs de grado de inversión tendrán un monto razonable de espacio bajo sus obligaciones de deuda. Fitch nota que los IMs no de grado de inversión tienden a tener obligaciones más restrictivas que las compañías de calificación mayor. El disparo de obligaciones u otras restricciones probablemente tengan un impacto adverso sobre la calificación autónoma del emisor.

El método primario que Fitch usa para evaluar la capacidad del servicio de deuda es la cobertura (F)EBITDA de gasto de intereses. Para IMs que paguen dividendos preferentes, Fitch también calcularía la cobertura (F)EBITDA tanto de gasto de intereses y dividendos preferentes.

Las fuentes de liquidez con frecuencia incluyen efectivo de balance, valores líquidos, capacidad de línea de crédito revolvente y efectivo operativo generado de administración de fondo y servicios de asesoría. Las fuentes secundarias de liquidez pueden incluir ingresos por intereses y dividendos ganados de co-inversiones de balance. Adicionalmente, las co-inversiones en fondos o inversiones individuales pueden ser otra fuente de liquidez, aunque Fitch generalmente considera esas inversiones líquidas y que potencialmente requieren un descuento significativo si son vendidas.

La liquidez es especialmente importante para IMs que hacen uso extensivo de su propio balance. En mercados adversos, IMs todavía tienen que financiar obligaciones de co-inversión a sus vehículos administrados, con frecuencia sin el beneficio de distribuciones y realizaciones

de obligaciones anteriores de venta. Adicionalmente, los IMs con balances significativos pueden haber financiado una porción mayor de sus inversiones con ingresos de deuda de emisión, que podrían dar lugar a riesgo de refinanciamiento.

La mejor fuente de liquidez es mantener instrumentos de efectivo no gravados de bajo riesgo sobre el balance para uso en caso de necesidades inesperadas en un escenario de estrés. Esto incluiría reservas de capital fácilmente disponibles en cualquier parte en la organización, pero típicamente excluiría el efectivo necesario para apoyar las operaciones de subsidiarias reguladas, como las afiliadas de sociedades de corretaje de valores. Fitch puede elegir descontar o eliminar el efectivo tenido en subsidiarias en otros países, basado en el grado en que dichas reservas estarían sujetas al impuesto de repatriación. Dichas fuentes de liquidez pueden ayudar a los IMs a evitar disponer de tenencias de balance no líquidas a precios estresados. Otras inversiones no gravadas de mayor plazo también pueden ser fuentes accesibles de liquidez si pueden ser fácilmente vendidas a pérdida mínima en un periodo corto.

Fitch también evalúa la efectividad de las fuentes de liquidez basadas en pasivos. Por ejemplo, los contratos de crédito revolvente de largo plazo pueden proveer una fuente aceptable de fondos de emergencia. Al evaluar esta fuente, los analistas de Fitch considerarán la estabilidad y recursos del (los) emisor (s), el vencimiento de la línea de crédito y cualesquiera obligaciones restrictivas o cláusulas adversas de cambio que pudieran restringir el acceso cuando sea necesario. Las líneas de crédito de corto plazo y no usadas pueden proveer liquidez para fluctuaciones normales operativas pero no pueden ser accesibles en una crisis de la industria o problema específico de firma.

Las mismas consideraciones aplican, aunque en menor grado, para IMs que no hacen uso extensivo de su propio balance. Fitch espera que los IMs tengan niveles razonables de efectivo o liquidez basada en pasivos para cumplir con pérdidas inesperadas, vencimientos esperados de deuda, cumplimiento de intereses y otras salidas a lo largo de un periodo de estrés cuando el acceso a fuentes externas de financiamiento pueda ser interrumpido. Niveles más altos de cobertura de liquidez en periodos mayores serían vistos favorablemente.

Para los IMs que pueden extender el soporte voluntario de liquidez a sus fondos, Fitch también considerará la medida en que el IM tiene suficientes recursos de liquidez para cubrir dichos riesgos contingentes de liquidez.

Los IMs alternativos con frecuencia co-invierten en fondos que administran, para alinear mejor sus intereses con aquéllos de los LPs o sembrar nuevas estrategias de inversión, para construir un historial antes de que el capital de terceros pueda ser reunido significativamente. Fitch considera que los IMs tienen alguna discreción en la sincronización de solicitudes de capital, sujeto a sus responsabilidades fiduciarias a inversiones de tiempo en el mejor interés de inversionistas de fondos. Independientemente, Fitch considera los niveles de liquidez del IM relativos a obligaciones sin financiación, con atención particular al efectivo del balance y valores líquidos como un porcentaje de obligaciones sin financiación. Fitch generalmente busca cobertura total sobre esta base, a menos de que una gran porción de las obligaciones sin financiación se relacionen con nuevos fondos relativamente con un periodo de inversión restante mayor. Fitch también considera el tamaño de la cartera de co-inversión del IM para determinar la capacidad de la firma para auto-financiar nuevas obligaciones con realizaciones sobre inversiones anteriores venta. Sin embargo, aún con una cartera anterior, desajustes de sincronización son posibles dependiendo de las condiciones del mercado.

Fitch revisa si los IMs alternativos han establecido características de lock-up y requisito sobre una porción sustancial de los fondos administrados por partes externas. Los lock-up permiten a los IMs administrar reembolsos de cliente y liquidez necesarios para financiar redenciones, lo cual es importante al construir nuevos fondos para dar tiempo para que las inversiones se

aprecien y evitar ventas forzadas durante tiempos de estrés. Requisitos en contra de reembolsos de inversionista puede tener un efecto positivo a corto plazo en la medida en que evite reembolsos adicionales de fondo y permita al fondo evitar pérdidas como resultado de ventas forzadas de activo. Sin embargo, la imposición de requisitos probablemente sea reputacionalmente dañando a un IM, que podría dañar su posibilidad futura de recaudar nuevos fondos y reducir prospectos futuros de ganancias.

Para fondos alternativos, Fitch puede analizar la estructura del periodo inicial de lock-up parámetros de reembolso (frecuencia, periodo de notificación, monto, etc.) de los fondos posteriormente, así como cualesquiera requisitos en su evaluación de administración de liquidez.

Los IMs tienden a distribuir una porción significativa de sus ganancias anualmente. Mientras que Fitch considera que los IMs tienen la flexibilidad para ajustar distribuciones como sea necesario, restricciones de liquidez con frecuencia se desarrollan durante entornos económicos y de mercado más difíciles, cuando los flujos de ingresos complementarios tienden a ser relativamente bajos. Como resultado, una tasa alta de distribución es vista como una restricción de calificación.

Métricas Clave de Calidad de Activo BDC

Activos en No Devengo/Cartera, al Costo

Activos en No Devengo/Cartera, al Valor

Ganancias Netas Realizadas/ Cartera Promedio, al Valor

Apreciación (Depreciación) Neta No Realizada/Cartera Total, al Costo

10 Mejores Inversiones de Cartera/Capital

Fuente: Fitch.

II.5.c Compañías de Desarrollo de Negocio

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

- Calidad de Activo.
- Ganancias y Rentabilidad.
- Capitalización y Apalancamiento.
- Fondeo, Liquidez y Cobertura.

Calidad de Activo: Los BDCs reportan medidas tradicionales de calidad de activo, incluyendo niveles vencidos y de no devengo, aunque estas métricas pueden ser sesgadas por cambios en inversiones mayores individuales, valuaciones totales de cartera y actividad de venta de cartera. Si una inversión sobre el estatus de no devengo es rebajada significativamente en un periodo o vendida, los créditos de no devengo como un porcentaje de la cartera total declinarán, aunque el desempeño del crédito de no devengo no haya mejorado. Como resultado, Fitch considera las tendencias de calidad de activo sobre una base de costo y valor justo para estimar recuperaciones de desempeño y potencial.

Muchos BDCs han incorporado sistemas de calificación de cartera o 'listas de vigilancia' para monitorear el desempeño de sus inversiones relativo a expectativas iniciales de utilidad. Fitch considera la frecuencia de revisiones de cartera, la distribución de calificaciones de cartera y su migración a lo largo del tiempo.

Las tendencias de la depreciación de cartera no obtenida pueden servir como una señal temprana de advertencia para asuntos potenciales de calidad de activo, ya que los BDCs deben incorporar el perfil crediticio del acreditado subyacente en decisiones trimestrales de valuación. Las tendencias relativas también pueden proveer entendimiento de la fuerza de la evaluación de riesgo y/o los procesos de valuación del BDC. Por ejemplo, un incremento en la depreciación de la cartera que corre contra las tendencias de pares y el entorno crediticio entonces actual puede indicar procedimientos de colocación débiles y/o valuación errónea. Un incremento en cupones de intereses no en efectivo (también conocido como pago en especie) también puede indicar crédito más débil de la cartera subyacente, ya que las sociedades de portafolio pueden tener flujos de efectivo insuficientes para cumplir con sus pagos de intereses y la capitalización de pagos de cupón puede ser un precursor para castigos eventuales.

Definiciones de Ganancias BDC

| |
|---|
| Ingreso de Intereses |
| (+) Ingreso de Dividendos |
| (+) Cuotas de Transacción y Asesoría |
| (-) Cuotas de Administración Base e Incentivo |
| (-) Gasto de Intereses |
| (-) Gastos Operativos |
| (=) Ingreso Neto de Inversión antes de Impuesto |
| (+) Ganancias Realizadas |
| (-) Pérdidas Realizadas |
| (=) Ingreso Gravable (aprox.) |

Fuente: Fitch.

Fitch usa las pérdidas netas realizadas como un porcentaje de la cartera, a su valor justo, como un sustituto para cancelación neta en libros. Esta métrica puede ser algo burda entre periodos de reporte, dirigidos por el desempeño individual de la compañía de portafolio, pero se correlaciona generalmente con el entorno económico. La generación de pérdidas significativas acumuladas de cartera neta realizadas en un ciclo puede ser un indicador de suscripción débil particularmente si el desempeño es significativamente menor que los BDCs de pares. Aún, pérdidas realizadas también pueden ser generadas debido a estrategias de optimización de cartera, donde valores de menor rendimiento sean vendidos para que los ingresos puedan ser reinvertidos en activos de mayor ganancia. En todos los casos, Fitch intenta entender la fuente de pérdidas realizadas.

Fitch también revisa las concentraciones de cartera desde una perspectiva de la industria, inversión individual y venta. Fitch considera el historial de cada BDC dentro de una industria dada y busca entender la diversidad dentro de lo que pueden ser definiciones amplias de la industria. Ciertas concentraciones de la industria pueden ser apoyadas por un historial exitoso y experiencia *in-house*, pero Fitch considera que fuertes concentraciones podrían incrementar correlaciones en desempeño de compañía de cartera.

Fitch evalúa las inversiones más grandes de cartera, a su valor justo, como un porcentaje de activos y capital para medir la sensibilidad de un BDC a disminuciones de valuación en las inversiones individuales. Fitch también considera la magnitud de exposición a valores de capital que pueden experimentar movimientos de valuación más inestables. Muchos BDCs son invertidos en fondos de préstamo diversificados o compañías de portafolio que son ellas mismas grandes acreditantes diversificados. Esta diversificación subyacente puede reducir la sensibilidad de la inversión a movimientos de valuación, aunque esto puede ser compensado por la subordinación de la inversión del BDC, la cual es típicamente una participación mayoritaria de capital.

Para concentraciones venta, Fitch considera el ambiente subyacente. Un monto significativo de actividad de origen durante condiciones de mercado altamente competitivas podría producir asuntos de calidad de activo por el camino. Fitch considera estadísticas subyacentes de compañía de portafolio incluyendo apalancamiento, cobertura de intereses y EBITDA promedio para evaluar el potencial de debilitamiento de calidad de activo en un ambiente estresado.

Ganancias y Rentabilidad: Las métricas de rentabilidad son monitoreadas en dos categorías generales – aquellas que concentran el ingreso neto de inversión (NII por sus siglas en inglés: *net investment income*) y aquellas que acumulan el NII y las ganancias y pérdidas realizadas y no realizadas sobre inversiones de cartera. NII es una medida de ingreso recurrente y es la medida más comparable a lo largo de BDCs.

Fitch considera los perfiles de ganancias comprendidos principalmente de ingreso de intereses favorablemente, dada la estabilidad relativa de este flujo de ingresos. Las contribuciones descomunales de cuotas transaccionales, dirigidas por volumen de orígenes y/o de reembolsos o ganancias de capital más episódicas son vistas negativamente por Fitch, ya que un ingreso es probablemente más inestable a lo largo del tiempo o provee la motivación errónea para crecimiento. Por ejemplo, un BDC puede inclinarse a continuar para originar inversiones en un entorno competitivo de crédito si el ingreso de cuota se necesita para cumplir con pagos de dividendos.

La estructura de costos de un BDC es analizada por el monto de flexibilidad provisto cuando las condiciones de mercado son menos favorables. En este aspecto, Fitch considera qué tan variable es el costo base. Para firmas administradas externamente, la variabilidad de gastos de compensación es una parte natural del contrato de administración, ya que las cuotas base

Métricas Clave de Ganancias y Rentabilidad BDC

| |
|---|
| Ingreso de Inversión/Cartera Promedio, al Costo |
| Ingreso Neto de Inversión/Cartera Promedio, al Costo |
| Gastos de No Intereses y No Incentivos/Cartera Promedio, al Costo Compensación/Cartera Promedio, al Costo |
| Ingreso Neto/Activos Promedio |

Fuente: Fitch.

de administración disminuirán con contracción de activos y las cuotas de incentivos están sujetas a obstáculos de desempeño. Sin embargo, las firmas administradas internamente pueden tener la misma flexibilidad, si los salarios base son relativamente bajos y la compensación variable está vinculada a métricas operativas específicas. Fitch también considera la estructura del contrato de administración, para firmas administradas externamente y considera los requisitos totales de rendimiento más favorablemente.

Una revisión de los gastos de BDC como un porcentaje de la cartera al costo provee entendimiento en la escalabilidad de la plataforma y su oportunidad relativa al modelo y estrategia de negocio. Si los índices de gastos son altos, podría ser un indicador de que el BDC tiene una carga significativa de costo fijo, debido a numerosas ubicaciones de oficina y/o ineficiencias operativas. A la inversa, si los índices de gastos son muy bajos, esto podría indicar una falta de infraestructura suficiente para administrar la cartera.

Al considerar las ganancias y pérdidas no realizadas surgidas del requisito GAAP para marcar la cartera al valor justo cada trimestre, Fitch se enfoca en lo que dio lugar a los cambios y la probabilidad de que estos sean obtenidos.

Perfil Financiero — Compañías de Desarrollo de Negocio

| | AAA | AA | A | BBB | BB | B | CCC y más bajas |
|---------------------------------|--|--|---|---|---|--|--|
| Calidad de Activo | Tiene un grado incomparable de estabilidad como reflejado en niveles muy bajos de activos no productivos y/o pérdidas mínimas a través de ciclos económicos y/o de tasa de interés. Las medidas de calidad de activos son consistentemente mejores que instituciones comparables. Los riesgos de concentración son muy bajos o efectivamente mitigados. Generación de ganancias acumuladas de cartera neta obtenida en un ciclo. | Tiene un grado muy alto de estabilidad como reflejado en niveles bajos de activos no productivos y/o pérdidas bajas en ciclos múltiples económicos y/o tasa de interés. Las medidas de calidad de activos son mejor que instituciones comparables. Los riesgos de concentración son bajos o efectivamente mitigados. Ausencia de pérdidas acumuladas de cartera neta obtenida en un ciclo. | Tiene un alto grado de estabilidad como puede ser reflejado en niveles modestos de activos no productivos y/o pérdidas. La calidad de activo es moderadamente variable en ciclos económicos o de tasa de interés. Las medidas de calidad de activo son probablemente modestamente mejores que en instituciones pares o menos vulnerables a ciclos económicos y/o de tasa de interés. Las concentraciones de cartera son modestas. Puede tener pérdidas mínimas acumuladas de cartera neta obtenida en un ciclo. | Tiene un grado de estabilidad como puede ser reflejado en niveles promedio de activos no productivos y/o pérdidas. Las medidas de calidad de activos fluctúan en ciclos económicos y/o de tasas de interés. Las medidas de calidad de activos están generalmente en línea con promedios amplios de la industria. Las concentraciones de cartera son moderadas. Puede tener pérdidas modestas acumuladas de cartera neta obtenida en un ciclo. | Tiene niveles variables de activos y pérdidas no generadoras de interés. Las medidas de calidad de activos son más volátiles en vista de los cambios en ciclos económicos y/o de tasa de interés y generalmente peores o más vulnerables que los promedios amplios de la industria. Las concentraciones de cartera son altas. Pueden tener pérdidas significativas acumuladas de cartera neta obtenida en un ciclo o falta de desempeño a través de un ciclo. | Tiene calidad de activo altamente variable o pobre, activos no productivos y pérdidas. Las medidas de calidad de activo son muy inestables basadas en cambios en ciclos económicos y/o de tasa de interés y generalmente significativamente vulnerables que promedios amplios de la industria. Las concentraciones de cartera son muy altas. Pueden tener pérdidas significativas acumuladas de cartera neta obtenida en un ciclo o historial limitado de desempeño. | Tiene o probablemente tenga medidas de calidad de activo que se desvían materialmente de puntos de referencia de la industria o normas históricas. |
| Ganancias y Rentabilidad | Las ganancias y rentabilidad son altamente predecibles a través de ciclos económicos y/o de tasa de interés. Dependencia limitada sobre ingreso transaccional. Estructura de costos altamente variable. Medidas de rentabilidad son consistentemente conmensuradas con aversión al riesgo. | Las ganancias y rentabilidad son muy predecibles en ciclos múltiples económicos y de tasa de interés. Dependencia limitada sobre ingreso transaccional. Estructura de costos altamente variable. Medidas de rentabilidad son conmensuradas con riesgo muy bajo pero puede variar modestamente, aunque permanecen generalmente superiores a instituciones comparables. | Las ganancias y rentabilidad son moderadamente variables sobre ciclos económicos y/o de tasa de interés. Dependencia modesta sobre ingreso transaccional. Estructura de costos altamente variable. Medidas de rentabilidad son conmensuradas con riesgo bajo, pero sujeto a variabilidad. La rentabilidad es generalmente mejor que los promedios de la industria. | Las ganancias y rentabilidad pueden ser variables en ciclos económicos y/o de tasa de interés. Dependencia modesta sobre ingreso transaccional. Estructura de costos altamente variable. Medidas de rentabilidad reflejan riesgo inherente o un ambiente altamente competitivo y pueden estar sujetas a variabilidad incrementada. La rentabilidad es promedio relativo a promedios amplios de la industria. | Las ganancias y rentabilidad pueden ser altamente variables en ciclos económicos y/o de tasas de interés. Dependencia moderada sobre ingreso transaccional. Estructura de costos es menos variable que firmas pares. Las medidas de rentabilidad pueden no reflejar totalmente riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está por debajo del promedio relativa a promedios amplios de la industria. | Las ganancias y rentabilidad son volátiles y altamente correlacionadas con ciclos económicos y/o de tasas de interés. Alta dependencia sobre ingreso transaccional. La estructura de costos es altamente fija. Las medidas de rentabilidad pueden no reflejar totalmente el riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está muy por debajo del promedio relativa a promedios amplios de la industria. | Puede ser estructuralmente improductivo sobre una base reportada u operativa. Ingreso a rentabilidad a punto de equilibrio o sostenible es altamente incierta. |

Perfil Financiero — Compañías de Desarrollo de Negocios (continúa)

| | AAA | AA | A | BBB | BB | B | CCC y más bajas |
|--|---|--|--|---|---|---|--|
| Capitalización y Apalancamiento | La capitalización es extremadamente fuerte y conmensurada con el riesgo. La capitalización y el apalancamiento son mantenidos con reservas muy significativas contra mínimos regulatorios tan bien como instituciones pares. | La capitalización es muy fuerte y conmensurada con riesgo. La capitalización y el apalancamiento son mantenidos con reservas confortables contra mínimos regulatorios tan bien como instituciones pares. | Los niveles de capitalización son fuertes y conmensurados con riesgo. La capitalización y el apalancamiento son mantenidos con reservas sólidas contra mínimos regulatorios como generalmente por encima de instituciones pares. | Los niveles de capital reflejan el riesgo. La capitalización y el apalancamiento son mantenidos con reservas satisfactorias contra mínimos regulatorios y generalmente en línea con instituciones pares. | Los niveles de capital no pueden ser totalmente conmensurados con riesgo. La capitalización y el apalancamiento son mantenidos con reservas moderados contra mínimos regulatorios y pueden estar por debajo de instituciones pares. | Los niveles de capital no son conmensurados con riesgo. La capitalización es baja y las reservas contra mínimos regulatorios son pequeñas. | La capitalización y el apalancamiento tienen claras deficiencias que han requerido o pueden requerir inyecciones de capital. |
| Fondeo, Liquidez y Cobertura | La financiación y liquidez son excepcionalmente estables. Dependencia mínima de financiamiento al por mayor. Financiamiento no es sensible a la confianza. Fuentes de financiamiento son altamente diversas. Financiamiento es totalmente no garantizado. La duración del financiamiento excede significativamente el vencimiento promedio de activos de cartera. Acceso demostrado a mercados de capital en ciclos. Ausencia de ingreso no en efectivo. Ingreso en efectivo neto de inversión significativamente | La financiación y liquidez son muy estables. Dependencia mínima sobre financiamiento de corto plazo. Financiamiento al por mayor es predominantemente de largo plazo con apetito establecido de inversionista. Fuentes de financiamiento son muy diversas. El financiamiento está totalmente no garantizado. La duración del financiamiento excede el promedio de activos de cartera. Acceso demostrado a mercados de capital en ciclos. Ingreso no en efectivo mínimo. Ingreso en efectivo neto de inversión excede | La financiación y liquidez son estables. Financiamiento al por mayor es predominantemente de largo plazo. El financiamiento puede ser moderadamente sensible a la confianza. Las fuentes de financiamiento son relativamente diversas. El financiamiento es en gran parte no garantizado. La duración del financiamiento es conmensurada con el vencimiento promedio de activos de cartera. Acceso demostrado a mercados de capital en ciclos. Ingreso mínimo no en efectivo. Ingreso en efectivo neto de inversión excede | La financiación y liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones moderadas de financiamiento. Dependencia sobre fuentes al por mayor de financiamiento es sensible a la confianza y la liquidez puede ser menos cara o menos estable durante periodos de estrés. Componente significativo de financiación no garantizada. La duración del financiamiento es conmensurada con vencimiento promedio de activos de cartera. Acceso demostrado a mercados de capital, | La financiación y liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones de financiamiento o dependencia significativa sobre fuentes de financiamiento al por mayor menos estables. Acceso a financiamiento puede ser incierto durante periodos de estrés de mercado. Falta de un componente no garantizado de financiamiento. La duración del financiamiento puede no ser conmensurada con vencimiento promedio de activos de cartera. Incapacidad de acceder a mercados de capital. Ingreso en efectivo neto de inversión está muy por debajo de pagos de dividendo. Planes contingentes de | La financiación y liquidez son menos estables y pueden ser propensos a cambios súbitos en sentimiento de acreedores. Acceso a financiamiento durante periodos de estrés de mercado es muy incierto. Falta de un componente no garantizado de financiamiento. La duración del financiamiento puede no ser conmensurada con vencimiento promedio de activos de cartera. Incapacidad de acceder a mercados de capital. Ingreso en efectivo neto de inversión está significativamente por debajo de pagos de dividendo. No existen planes contingentes de financiamiento. | |

Hablando generalmente, Fitch espera que las ganancias y pérdidas netas de cartera realizadas sean relativamente modestas a lo largo del tiempo, particularmente si las normas de colocación son prudentes y la exposición a inversiones de capital es mínima. Sin embargo, ya que a los BDCs no se les permite crear reservas de pérdida crediticia, es realista asumir que un BDC tendrá pérdidas periódicas de crédito realizadas. Por lo tanto, Fitch evalúa el desempeño de pérdida neta obtenida de una firma a lo largo del tiempo y sobre una base relativa para ganar percepción de la fuerza de sus normas de colocación.

Capitalización y Apalancamiento: Conforme a los requisitos regulatorios de la Ley 40, un BDC debe mantener cobertura de activo de deuda y acción preferente de al menos 200%. Esto esencialmente limita el índice de deuda/capital de un BDC a 1.0x. Un incumplimiento de este límite imposibilita a la firma incurrir en deuda adicional y con frecuencia resultará en incumplimientos de obligación sobre líneas de crédito de un BDC, lo que podría conducir a un proceso largo y costoso de renegociación o un incumplimiento. A diferencia de muchas otras instituciones financieras, donde la liquidez es con frecuencia el catalizador principal de un incumplimiento, los BDCs tienden a ser más susceptibles al límite de cobertura de activo, dado el requisito a valor justo de la cartera trimestralmente, lo cual tiene un impacto descomunal sobre el apalancamiento durante periodos de estrés económico.

Métricas Clave de Capitalización y Apalancamiento BDC

| |
|--|
| Deuda/Capital |
| Deuda Neta/EBITDA |
| (Activos-Pasivos Corrientes)/Deuda de Largo Plazo |
| (Capital-Pasivos con Intereses)/ Cartera, al Valor |
| Activos No Gravados/Deuda No Garantizada |

Fuente: Fitch.

Métricas Clave de Fondeo, Liquidez y Cobertura BDC

| |
|---|
| Deuda No Garantizada/Deuda Total |
| EBITDA/Gasto de Intereses |
| Ingreso Neto de Inversión/Dividendos Declarados |
| Ingreso Neto de Inversión en Efectivo/Dividendos Declarados |
| Ingreso No Monetarios/Ingreso de Intereses y Dividendos |

Fuente: Fitch.

La Ley 40 permite la exclusión de préstamos de Administración de Pequeños Negocios (SBA por sus siglas en inglés: *small business administration*) del cálculo de cumplimiento de cobertura de activo. Sin embargo, Fitch incluye préstamos SBA en su cálculo de apalancamiento y su evaluación integral del crédito y perfil de riesgo de un BDC.

Fitch considera un objetivo de apalancamiento de un BDC sobre una base absoluta, pero también relativo a las condiciones de construcción de cartera y de mercado. El objetivo de apalancamiento debe proveer un colchón adecuado relativo a la limitación 1.0x para considerar la variabilidad potencial en la valuación de la cartera trimestralmente. Fitch considera que el colchón debe incrementar cuando la cartera de inversión de un BDC está más fuertemente cargada en la parte menor de la estructura de capital. Por ejemplo, un BDC con exposición descomunal a deuda subordinada y/o inversiones de capital se esperaría que tenga un objetivo menor de apalancamiento que un BDC enfocado en inversiones preferentes de deuda garantizada, todo lo demás igual.

La estrategia de apalancamiento de un BDC también debe ser el reflejo de condiciones de mercado. Si las condiciones de suscripción son competitivas y los diferenciales de rendimiento son estrechos, la administración debe tomar en cuenta la normalización de diferenciales al establecer su tolerancia de apalancamiento, ya que la ampliación del diferencial conduciría a disminuciones no realizadas de valuación y a una inflación de apalancamiento.

Fitch revisa la índice de apalancamiento de un BDC relativo a su objetivo interno a lo largo del tiempo, para evaluar su legitimación. Fitch también considera la capacidad de una firma de reunir capital social y reembolsar préstamos para reducir apalancamiento al operar en o por encima de objetivo articulado. Fitch estresará la cartera BDC, con descuentos (*haircuts*) aplicados basados en la antigüedad de la inversión en la estructura de capital, para entender la sostenibilidad del colchón de apalancamiento bajo condiciones estresadas de mercado. Los objetivos de apalancamiento se consideran agresivos para un ambiente operativo dado o de construcción de cartera, serían considerados un factor negativo de calificación.

Fondeo, Liquidez y Cobertura: Una evaluación de la estructura de financiación de BDC se centra en la diversidad, flexibilidad, duración y estabilidad. Un BDC con un conjunto diverso de fuentes disponibles de financiamiento, financiamiento SBA, colocaciones privadas, pagarés públicos y capital sería visto más favorablemente. Fitch tiende a considerar obligaciones de un grupo diverso de bancos más favorablemente que las relaciones de único emisor, ya que las condiciones de carga en cualquier institución financiera resultarían en una reducción en préstamo a la industria y en la cancelación de la obligación existente al vencimiento o antes si es posible.

Fitch considera la mezcla de financiamiento garantizado y no garantizado en la estructura de capital del BDC y considera que un componente significativo de financiación no garantizada es un factor positivo de calificación. Tener crédito no garantizado provee al BDC la flexibilidad para añadir intereses de garantía en el caso de una disrupción significativa en los mercados de capital. No hay un monto umbral de crédito no garantizado que sea visto como conmensurado con una calificación de grado de inversión, pero niveles mayores de deuda no garantizada son vistos más favorablemente, todo lo demás igual.

Los BDCs con frecuencia tienen líneas de crédito revolvente bancarias garantizadas con gravámenes generales sobre todos los activos de inversión, lo que técnicamente no provee una fuente no gravada de activos para emisores no garantizados. Sin embargo, los BDCs generalmente pueden emitir deuda garantizada a plazo, cuyas acciones en el gravamen general del revolvente si el acceso económico a financiamiento no garantizado no está disponible.

La duración del perfil de financiamiento del BDC relativo a la duración promedio de sus activos es otro factor importante de calificación. Fitch considera que una estructura balanceada de vencimiento de deuda, con un término promedio extendiéndose más allá de la vida promedio de los activos de cartera, reduce el riesgo de refinanciamiento, particularmente ya que la mayoría de los activos de cartera se consideran ilíquidos y no vendidos fácilmente para cumplir con los vencimientos de deuda. Fitch espera que los BDCs refinancien líneas de préstamo y emisiones de deuda a plazo muy por adelantado a vencimientos establecidos.

Fitch también considera el historial de un BDC al acceder a mercados de capital, ya que es una fuente primaria de capital de crecimiento. Los BDCs no pueden emitir capital por debajo del valor neto de activo, sin la aprobación del accionista, por lo que este canal de financiamiento no puede estar abierto en todo momento, particularmente durante periodos de estrés de mercado. Sin embargo, los mercados de capital pueden ser más sensibles a que los BDCs realicen emisiones oportunistas que generen ingresos positivos para accionistas comparado con BDCs que tienen un historial emitiendo capital dilutivo. Fitch también generalmente prefiere emisiones de capital estratégicas sobre recaudación de fondos continua, ya que las condiciones de mercado pueden no ser siempre conducentes al despliegue de ingresos de capital. Fitch considera la posibilidad de acceder a los mercados públicos de capital favorablemente.

La cartera de inversión de un BDC se considera generalmente ilíquida, dado el enfoque sobre el crédito del mercado medio no cotizado, por lo que la liquidez es evaluada basado en el efectivo de balance irrestricto, la capacidad de endeudamiento no usada sobre líneas revolventes, la generación de efectivo de cartera y cobertura de ganancias de efectivo de pagos de dividendo. Fitch espera que el BDC tenga suficiente efectivo en mano y capacidad no usada sobre sus líneas de crédito para, como mínimo, proveer inversiones de seguimiento en compañías de portafolio, como sea necesario y para cumplir con vencimientos de deuda de corto plazo. Sin embargo, Fitch considera que el BDC también debe tener capacidad de préstamo (y apalancamiento) para tomar ventaja de oportunidades atractivas de mercado como surjan.

Fitch revisa los flujos de efectivo de cartera, los cuales provienen de pagos anticipados, amortización y actividad de ventas, para entender el nivel de liquidez generado por la cartera subyacente. Las tendencias de cartera son altamente susceptibles al ambiente de mercado, por lo que puede ser difícil proyectar a lo largo del tiempo. Los pagos anticipados pueden acelerar cuando las tasas de interés caigan, pero los flujos de efectivo de cartera pueden retardar considerablemente durante periodos de estrés de mercado. Aún, si el volumen de origen es reducido, el efectivo generado de la amortización principal estaría disponible para reembolso de deuda.

Se requiere que los BDCs que eligen ser considerados RICs para propósitos fiscales distribuyan 90% de su ingreso gravable sobre una base anual a accionistas. Como resultado, Fitch espera NII que financie la mayoría de los dividendos a lo largo del tiempo. Para su cálculo de cobertura de dividendo, Fitch ajusta NII por el ingreso y gastos no en efectivo para igualar las ganancias en efectivo con pagos de dividendos. Las ganancias no en efectivo son generalmente en la forma de participación de pago en especie (PIK por sus siglas en inglés: *payment-in-kind*) lo cual es capitalizado al monto principal del crédito. La participación PIK es incluida en el ingreso gravable y, por lo tanto, está sujeta a distribución, pero nunca puede ser cobrada en efectivo si la inversión es reestructurada o disminuida. Fitch considera un BDC con una exposición descomunal a ganancias PIK más negativamente, dada la mayor desconexión entre ganancias de efectivo e ingreso gravable.

Cuando ocurren ganancias realizadas de cartera, Fitch prefiere que esos ingresos sean distribuidos como un dividendo especial o continuado al siguiente año fiscal, como ingreso excedente, que Fitch considera provee más estabilidad al dividendo a lo largo del tiempo. Elevar el dividendo trimestral regular debido a la generación de ganancias realizadas probablemente presione la cobertura de dividendo en el futuro, ya que dichas ganancias son generalmente episódicas. Las ganancias realizadas también pueden ser usadas para rellenar déficits de dividendo NII, particularmente cuando inversiones de deuda en conflicto hayan sido reestructuradas en capital.

Fitch considera que una disminución en cobertura NII en efectivo de dividendos por debajo del 100% por un periodo extendido de tiempo debe ser cumplida con una reducción de dividendo. Una indicación de que el BDC está pidiendo prestado o reuniendo capital social para financiar su distribución sería un factor negativo de calificación.

II.5.d Compañías de Financiamiento y Arrendamiento

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

- Calidad de Activos.
- Ganancias y Rentabilidad.
- Capitalización y Apalancamiento.
- Fondeo, Liquidez y Cobertura.

Calidad de Activo: Las medidas comunes de calidad de activo incluyen morosidades, deficiencias, activos no productivos, amortizaciones netas y tasas de reserva. Fitch considera el desempeño de esas métricas a lo largo del tiempo y a través de ciclos de mercado, relativo a la metodología de suscripción de la firma y apetito articulado de riesgo y compara medidas con firmas pares con productos similares. Fitch gana confort con la cultura y competencia de suscripción de un emisor a lo largo del tiempo observando desempeño de cartera relativamente estable a través de ciclos económicos.

Esta sección refleja la metodología de calificación de Fitch como previamente contenida en el reporte de metodología "Metodologías de Sociedades Financieras y de Arrendamiento" de fecha 11 de diciembre de 2012.

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

| | Actividad | Uso de Balance | Financiamiento Principal ^a | ¿Riesgo de valor residual? | Fuente Primaria de Ganancias | Estabilidad de Rentabilidad |
|-------------------------------------|-----------------------------|----------------|--|----------------------------|---------------------------------------|-----------------------------|
| Arrendamiento | Arrendamiento de Aeronave | Alto | Garantizado/ABS/No Garantizado | Sí | Ingreso de Arrendamiento | Más Cíclico |
| | Arrendamiento de Contenedor | Alto | ABS/Líneas Bancarias Garantizadas | Sí | Ingreso de Arrendamiento | Cíclico |
| | Arrendamiento de Flota | Alto | ABS/No Garantizado | Generalmente No | Ingreso de Arrendamiento | Menos Cíclico |
| | Arrendamiento de Camión | Alto | No Garantizado/Garantizado | Sí | Ingreso de Arrendamiento | Menos Cíclico |
| | Arrendamiento de Automotor | Alto | Garantizado | Sí | Ingreso de Arrendamiento | Cíclico |
| | Carro en Arrendamiento | Alto | ABS | Sí | Ingreso de Renta | Más Cíclico |
| Financiación Comercial y al Consumo | Préstamo Comercial | Alto | Depósitos/No garantizado | No | Ingreso diferencial | Cíclico |
| | Préstamo de Automóviles | Alto | ABS/Depósitos/No garantizado | Sí | Ingreso diferencial | Cíclico |
| | Tarjeta de Crédito | Alto | ABS/Depósitos | No | Ingreso diferencial | Cíclico |
| | Préstamos a estudiantes | Alto | ABS/Depósitos | No | Ingreso diferencial | Estable |
| | Origen de Hipoteca | Alto | Garantizado | No | Cuotas de origen/Ingreso por servicio | Estable |
| | Correduría de Empeño | Alto | No garantizado | Sí | Ingreso de Cuotas / Ventas mercancía | Cíclico |
| Servicios Financieros | Préstamo de Día de Pago | Alto | Líneas bancarias garantizadas | No | Ingreso diferencial y cuota | Cíclico |
| | Préstamo Par a Par | Bajo | Venta al por menor sin recurso/institucional | No | Cuotas de origen | Cíclico |
| | Factoraje | Bajo | Depósitos/No garantizado | No | Ingreso de cuotas | Cíclico |
| | Servicio de Hipoteca | Bajo | Garantizado | No | Ingreso por administración | Cíclico |

Para emisores dedicados al segmento de consumo, Fitch puede revisar datos sobre la cartera de créditos, como el balance promedio por cuenta y rendimiento promedio, así como variaciones de la media. Esto también puede involucrar datos demográficos sobre la cartera subyacente o una calificación crediticia interna o externa. Para emisores comerciales y arrendadores, Fitch puede revisar los tipos de negocios o equipo financiado, así como cualesquiera calificaciones crediticias internas o listas de vigilancia. Ya que la calidad de activos puede ser distorsionada por crecimiento, cuando es posible, Fitch puede llevar a cabo un análisis sobre una base de fondos comunes estáticos para medir la calidad de activos de ventas diferentes. El análisis de fondos comunes estáticos o venta puede proveer una advertencia temprana de problemas, como el deterioro rápido de la calidad del activo, forzando amortizaciones aceleradas, que pueden destacar el relajamiento de políticas de suscripción.

Fitch reconoce que la estacionalidad puede jugar también un papel en distorsionar la calidad de activos y para complementar el análisis de fondos comunes estáticos, Fitch puede analizar otras métricas de calidad del activo ajustadas al crecimiento, considerando los índices de morosidad y amortización neta sobre una base tanto recurrente (actual) y rezagada. Adicionalmente, la contracción de la cartera también puede sesgar las métricas de crédito recurrentes y rezagadas, así, en estas instancias, Fitch también seguirá la trayectoria del cambio relativo absoluto en morosidades y pérdidas de cartera de un periodo a otro.

Fitch considera que una plataforma robusta de servicio y cobro es una parte integral de la calidad de activo, ya que puede tener una influencia significativa sobre experiencia morosidad y amortización. Por ejemplo, Fitch considera que las estrategias de cobro de un emisor para cuentas morosas y la posibilidad de mejorar las tasas esperadas de *recuperación*. Fitch no toma un enfoque de “un tamaño para todos” para servicio y cobros, ya que muchos emisores utilizan varios métodos exitosamente. Cuando es posible, Fitch revisa la infraestructura de servicio y cobros, los sistemas, políticas, métricas clave y los objetivos de administración para evaluar la propiedad de recursos y las capacidades de la firma.

Para compañías arrendadoras, Fitch también considera la capacidad de un emisor de reposar y disponer de garantía de una manera económica y eficiente. Fitch considera la flexibilidad del emisor con respecto a los canales de disposición y busca evaluar la capacidad de un emisor para rápidamente quitar o renovar flota en respuesta a condiciones cambiantes de mercado. Los ingresos de venta de garantía son considerados a lo largo del tiempo relativo a valores residuales para evaluar la efectividad de las políticas de depreciación de una compañía arrendadora. La generación de pérdidas consistentes de valor residual sobre ciclos económicos puede indicar una atenuación de depreciación y por lo tanto una exageración del ingreso operativo. A la inversa, las ganancias desproporcionadas pueden indicar una política de depreciación demasiado conservadora, Fitch esperaría que las ganancias y pérdidas de valor residual se compensen a lo largo del tiempo.

Ganancias y Rentabilidad: El nivel absoluto, la calidad y volatilidad de las ganancias son todos factores en el análisis de Fitch. Una revisión de la calidad de ganancias refleja principalmente una evaluación de ganancias recurrentes basadas en efectivo, principalmente ingresos netos de intereses y arrendamiento y cuota, al contrario de ganancias/pérdidas no recurrentes, ganancias no en efectivo o ganancias valor a mercado sobre derivados o inversiones. Aún, los cambios no en efectivo no son ignorados, ya que pueden señalar al potencial de ingreso futuro. Por ejemplo, un arrendador de aeronave puede registrar cambios de deficiencia en su flota, debido a su edad promedio o la introducción de nueva tecnología, lo que podría hablar de la capacidad del arrendador para arrendar de nuevo aeronave de su cartera y, por lo tanto, generar ingreso futuro.

Métricas Clave de Calidad de Activo Fincos

- Créditos Vencidos/Créditos totales
 - Amortizaciones Netas/Créditos Promedio
 - Ganancias (Pérdidas) de Valor Residual/Valor en Libros de Activos
 - Reservas/Créditos Brutos
 - Reservas/Amortizaciones Netas
- Fuente: Fitch.

Métricas Clave de Ganancias y Rentabilidad Fincos

- Intensivo de Balance:
 - Ingreso Neto/Activos Promedio
 - Ingreso Neto/Capital Promedio
 - Ganancias (pérdidas) de Valor Residual/Ingreso Neto
 - Gastos Operativos/Ingresos Totales Netos
 - Gastos de Depreciación/Ingresos Totales
 - Ligero de Balance:
 - EBITDA/Ingresos
 - Ingreso antes de Impuesto/Ingresos
- Fuente: Fitch.

Adicionalmente el gasto por depreciación es un elemento no monetario significativo para las compañías de arrendamiento y Fitch lo considera como un costo importante, dado que dicho tipo de compañías generalmente necesita reemplazar continuamente el equipo involucrado en los arrendamientos operacionales y mantenerse dentro de ciertos parámetros de antigüedad. Si un emisor registra una cantidad considerable de ingresos no monetarios, es posible que Fitch solicite una reconciliación de las ganancias reportadas con los flujos de caja operacionales. Fitch considera que los artículos no monetarios significativos disminuyen la calidad de las ganancias.

Generalmente, Fitch espera que una compañía de financiamiento y arrendamiento obtenga predominantemente ingresos por el diferencial en las tasas de interés (*spread*), los cuales son complementados con ingresos por honorarios y otros ingresos. Si obtiene una buena parte de sus ingresos de fuentes tipo honorarios, Fitch evalúa la confiabilidad y variabilidad de estos honorarios a lo largo del ciclo. Adicionalmente, es probable que Fitch también revise los servicios tipo honorarios acumulados, tales como comisiones por el uso de tarjeta de crédito o políticas de manejo de ingresos diferidos para evaluar a través del tiempo el grado de recuperación.

Fitch enfatiza el análisis de margen, particularmente para firmas con uso bajo de balance, incluyendo márgenes ajustados de riesgo, que mide el nivel de rentabilidad para riesgo tomado, ya que deduce el gasto de provisión (para compañías con alto uso de balance) y el gasto de intereses de ingreso total operativo neto. Para emisores que son considerados de balance pesado, Fitch se enfoca más en rendimientos de cartera e ingreso sobre activos y ganancia sobre medidas de capital, que son más fácilmente comparables en los universos bancarios y no bancarios. Como con otras métricas, Fitch enfatiza la estabilidad y predictibilidad de ganancias en un periodo en lugar de una posición en un punto particular en el tiempo.

Fitch también considera a los gastos operativos relativo a créditos o arrendamientos, incluyendo la mezcla de costos variables y fijos. Fitch reconoce que las compañías financieras y de arrendamiento pueden tener estructuras de costos muy diferentes. Por ejemplo, una sociedad con una huella global, como un arrendador de aeronave, probablemente tenga un nivel más alto de gastos operativos en contra de uno que depende de funciones centralizadas, pero esto puede ser compensado por otros factores, como pérdidas menores de crédito o rendimientos superiores de activo.

En la medida en que una compañía financiera y de arrendamiento bursatiliza cuentas por cobrar y las elimina de su balance o mantiene activos no en su balance, Fitch se enfoca en medidas administradas de rentabilidad, que considera utilidades y gastos reportados relativos a la cartera mantenido de préstamos o arrendamientos de la compañía. Esto provee una visión más clara de la rentabilidad subyacente del libro de negocio, ya que un emisor típicamente gana una cuota para mantener los activos en el vehículo de bursatilización.

Perfil Financiero — Compañías Financieras y de Arrendamiento

| | AAA | AA | A | BBB | BB | B | CCC y más bajas |
|--|---|--|--|---|--|--|---|
| Calidad de Activo | Tiene un grado incomparable de estabilidad como reflejado en niveles muy bajos de activos deteriorados y/o pérdidas mínimas a través de ciclos económicos y/o tasa de interés. Las medidas de calidad de activo son consistentemente mejores que las instituciones comparables. Los riesgos de concentración son muy bajos o mitigados efectivamente. | Tiene un grado muy alto de estabilidad como reflejado en niveles bajos de activos deteriorados y/o pérdidas bajas sobre múltiples ciclos económicos y/o tasa de interés. Las medidas de calidad de activo son mejores que instituciones comparables. Los riesgos de concentración son bajos o efectivamente mitigados. | Tiene un alto grado de estabilidad como puede ser reflejado in niveles modestos de activos deteriorados y/o pérdidas. La calidad de activo es moderadamente variable sobre ciclos económicos o de tasa de interés. Las medidas de calidad de activo son probablemente modestamente mejores que en instituciones pares o menos vulnerables a ciclos económicos y/o tasa de interés. Los riesgos de concentración pueden ser modestamente mejores que pares. | Tiene un grado de estabilidad como puede ser reflejado en niveles promedio de activos deteriorados y/o pérdidas. Las medidas de calidad de activos fluctúan sobre ciclos económicos y/o de tasa de interés. Las medidas de riesgo de concentración y/o calidad de activo están generalmente en línea con amplios promedios de la industria. | Tiene niveles variables de activos deteriorados y pérdidas. Las medidas de calidad de activo son más volátiles en vista de los cambios en ciclos económicos y/o de tasa de interés y generalmente peores o más vulnerables que los promedios amplios de la industria. Los riesgos de concentración pueden estar por encima del promedio. | Tiene calidad de activo altamente variable o pobre, activos deteriorados y pérdidas. Las medidas de calidad de activo son muy volátiles basado en cambios en ciclos económicos y/o de tasa de interés y generalmente significativamente peores o más vulnerables que los promedios amplios de la industria. Los riesgos de concentración pueden ser muy altos. | Tiene o es probable que tengan medidas de calidad de activos que se desvíen materialmente de los puntos de referencia de la industria o normas históricas. |
| Ganancias y Rentabilidad | Las ganancias y rentabilidad son altamente predecibles a través de ciclos económicos y/o de tasa de interés. Las medidas de rentabilidad son consistentemente conmensuradas con aversión al riesgo. | Las ganancias y rentabilidad son muy predecibles en múltiples ciclos económicos y de tasa de interés. Las medidas de rentabilidad son conmensuradas con riesgo muy bajo pero puede variar modestamente, aunque permanecen generalmente superiores a las instituciones comparables. | Las ganancias y rentabilidad son moderadamente variables en ciclos económicos y/o de tasa de interés. Las medidas de rentabilidad son conmensuradas con riesgo bajo, pero sujeto a variabilidad. La rentabilidad es generalmente mejor que los promedios de la industria. | Las ganancias y rentabilidad pueden ser variables en ciclos económicos y/o de tasas de interés. Las medidas de rentabilidad reflejan el riesgo inherente o un ambiente altamente competitivo y pueden estar sujetos a variabilidad incrementada. La rentabilidad es promedio relativo a los promedios amplios de la industria. | Las ganancias y rentabilidad pueden ser altamente variables en ciclos económicos y/o de tasa de interés. Las medidas de rentabilidad pueden no reflejar totalmente el riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está por debajo del promedio relativo a amplios promedios de la industria. | Las ganancias y rentabilidad son volátiles y altamente correlacionadas con ciclos económicos y/o de tasa de interés. Las medidas de rentabilidad pueden no reflejar totalmente el riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está muy por debajo del promedio relativo a los promedios amplios de la industria. | Puede ser estructuralmente no rentable sobre una base reportada u operativa. Ingreso a rentabilidad a punto de equilibrio o sostenible es altamente incierto. |
| Capitalización y Apalancamiento | La capitalización es extremadamente fuerte y conmensurada con riesgo. Los objetivos de capital y apalancamiento incorporan la capacidad de resistir shocks severos de calidad de activo y valor de mercado. | La capitalización es fuerte y conmensurada con riesgo. Los objetivos de capital y apalancamiento incorporan la capacidad de resistir shocks significativos de calidad de activo y valor de mercado. | Los niveles de capitalización reflejan el riesgo. Los niveles de capital y apalancamiento pueden ser relativamente más inestables, pero probablemente sólo modestamente afectado por shocks severos de calidad de activo y valor de mercado. | Los niveles de capital pueden no ser totalmente conmensurados con riesgo. Los niveles de capital y apalancamiento pueden ser más vulnerables a shocks severos de calidad de activo y valor de mercado. | Los niveles de capital pueden no ser totalmente conmensurados con riesgo. El capital y apalancamiento pueden resistir shocks de calidad de activo y valor de mercado. | Los niveles de capital no son conmensurados con riesgo. Los niveles de capital y apalancamiento pueden estar muy por debajo de instituciones pares y altamente vulnerables a shocks de calidad de activo y valor de mercado. | La capitalización y apalancamiento tienen claras deficiencias que han requerido o pueden requerir inyecciones de capital. |

Perfil Financiero — Compañías Financieras y de Arrendamiento (continúa)

| | AAA | AA | A | BBB | BB | B | CCC y más bajas |
|-------------------------------------|--|---|--|---|---|--|---|
| Fondeo, Liquidez y Cobertura | El fondeo y liquidez son excepcionalmente estables. Mínima dependencia de financiamiento al por mayor. El financiamiento no es sensible a la confianza. Las fuentes de financiamiento son altamente diversas. La duración del financiamiento excede significativamente el vencimiento promedio de activos de cartera. El financiamiento está totalmente no garantizado, apoyado por fondos comunes extremadamente robusto de activos no gravados. Planes de financiación de contingencia extremadamente robustos están en vigor. | El fondeo y liquidez son muy estables. Dependencia mínima sobre financiamiento de corto plazo. El financiamiento al por mayor es predominantemente de largo plazo con apetito establecido de inversionista. El financiamiento es relativamente menos sensible a la confianza. Las fuentes de financiamiento son muy diversas. La duración de financiamiento excede promedio de activos de cartera. El financiamiento está totalmente no garantizado, apoyado por fondos comunes muy robusto de activos no gravados. Planes de contingencia muy robustos están en vigor. | El fondeo y liquidez son estables. La financiación al por mayor es predominantemente de largo plazo. El financiamiento puede ser modestamente sensible a la confianza. Las fuentes de financiamiento son relativamente diversas. La duración de financiamiento es conmensurada con vencimiento promedio de activos de cartera. El financiamiento es en gran medida no garantizado, apoyado por fondos comunes robustos de activos no gravados. Planes robustos de contingencia están en vigor. | El fondeo y liquidez son generalmente estables, aunque hay concentraciones moderadas de financiamiento. Dependencia sobre fuentes de financiamiento al por mayor menos estables. El financiamiento es sensible a la confianza. La duración del financiamiento es conmensurado con el componente significativo de financiamiento no garantizado apoyado por fondos comunes modesto de activos no gravados. Planes razonables de contingencia están en vigor. | El fondeo y liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones de financiamiento. Dependencia significativa sobre fuentes de financiamiento al por mayor menos estables. El acceso a financiamiento puede ser incierto durante periodos de estrés de mercado. La duración de financiamiento puede no ser conmensurado con promedio de activos de cartera. Financiamiento garantizado con gravamen significativo de activos de balance. Planes de financiamiento contingente pueden no estar bien. | El fondeo y liquidez son menos estables y pueden ser propensos a cambios súbitos en sentimiento del acreedor. Acceso a financiamiento durante periodos de estrés de mercado son muy inciertos. La duración del financiamiento no es conmensurado con promedio de activos de cartera. Financiamiento altamente garantizado con gravamen significativo de activos de balance. Planes de financiamiento contingente pueden no estar bien. | El fondeo y liquidez son inestables. La duración de financiamiento es de muy corto plazo. Financiado totalmente garantizado y balance totalmente gravado. No existen planes contingentes de financiación. |

Métricas Clave de Capitalización y Apalancamiento Empresas Financieras y de Arrendamientos

Deuda/Capital
Deuda/Capital Fundamental según Fitch
Capital Fundamental según Fitch/Activos Tangibles
Deuda/EBITDA
(Ingreso Neto-Dividendos-Readquisiciones de Acción)/Capital Inicial

Fuente: Fitch.

Capitalización y Apalancamiento: La evaluación de Fitch del capital de una compañía financiera y de arrendamiento comprende medidas de punto en el tiempo, promedios y mínimos de mayor plazo y objetivos de apalancamiento de la administración y planes de administración de capital. Fitch también evalúa la capitalización en el contexto de riesgo de activo, ya que activos con riesgo muy bajo pueden ser apalancados más altos que aquéllos con mayor riesgo. Mientras que una revisión tanto del estándar y de la métrica de capital de Fitch es importante, Fitch también considera métricas de capital en el contexto de la calidad de la base de capital de un emisor, políticas de dividendo, tasas internas de generación de capital y tasas de crecimiento de activo.

Mientras que Fitch calcula medidas tradicionales de apalancamiento, como la deuda a capital tangible y deuda al capital fundamental o elegible de Fitch, para compañías financieras, típicamente se enfoca en medidas de capital de riesgo ajustado, ya que estas alinean mejor capital con riesgo. Para los emisores que han desarrollado marcos propios de capital de riesgo ajustado (o que se requiere que cumplan con medidas de capital de riesgo ajustado por regulación), Fitch discute el proceso con la administración para entender cómo son usados los resultados de dicho marco en la toma de decisiones.

Para compañías arrendadoras con arrendamientos de mayor plazo o riesgo material de valor residual, como grandes arrendadores de equipo, el enfoque principal de capitalización y apalancamiento está en métricas de balance como deuda a capital. Para las compañías de arrendamiento cuando el término promedio de arrendamiento sea relativamente menor y la exposición de valor residual sea modesta, como las compañías de arrendamiento de carros y arrendadores pequeños de billete, el análisis de Fitch de apalancamiento y capitalización puede tomar un enfoque corporativo, en el que el enfoque es en la cobertura de flujo de efectivo y el cumplimiento de deuda. Fitch usa ganancias antes de intereses, impuestos,

depreciación y amortización (EBITDA) como un sustituto para flujo de efectivo. Fitch puede hacer ajustes a su cálculo de EBITDA para excluir el gasto de depreciación si se considera un gasto operativo recurrente y ningún cambio significativo en niveles de activo arrendado se espera. Sin embargo, en ese caso, Fitch consideraría sumar de nuevo ingresos de la venta de activos arrendados a su cálculo de flujo de efectivo, ya que probablemente se consideraría una fuente significativa de reembolso de deuda.

Al evaluar las protecciones del emisor, cuando la información está disponible, Fitch se enfocará sobre activos no gravados relativos a deuda no garantizada. Esto comprende no solamente el monto, pero también la calidad relativa de activos apoyando obligaciones de deuda no garantizadas. Fitch típicamente estresa los valores del activo aplicando descuentos (*haircuts*), dependiendo del grado de riesgo sobre la clase de activo. Al considerar activos no gravados, Fitch también hace ajustes basados en la antigüedad de gravámenes que puedan existir en contratos de financiamiento y para activos en prenda. Aunque un cálculo de activos no gravados es una medida de punto en el tiempo y no puede ser preciso, provee un indicador útil en términos de qué protecciones pueden tener los emisores en un escenario de incumplimiento. Además, Fitch considera la tendencia en esta métrica a lo largo del tiempo.

Fitch considera que una evaluación de la administración de capital también debe considerar el crecimiento del activo en términos absolutos y relativos a objetivos y metas de la compañía. Fitch con frecuencia compara las tasas internas de generación de capital con el crecimiento del activo, tomando en cuenta el potencial para incrementos en apalancamiento sobre una base absoluta y de riesgo ajustado, Fitch revisará el crecimiento de activo relativo al sector para determinar si las tendencias de crecimiento son consistentes con la calificación.

Muchas compañías financieras y de arrendamiento pagan alguna parte de ganancias ya sea a una compañía matriz o a accionistas públicos/privados, que reduce niveles de capitalización. Para índices de pago, Fitch se enfoca en medidas combinadas, lo que incluye tanto dividendos y readquisiciones netas de acción, ya que ambos representan un uso del efectivo de la sociedad. Un índice combinado de pago prevé mejor entendimiento en la administración de capital de una compañía financiera y de arrendamiento y generación interna de capital. Como tal, Fitch calcula las medidas de generación interna de capital y los índices de pago que incorporen el efecto de readquisiciones netas de acción.

Cuando es relevante, Fitch también considera el doble apalancamiento, definido como inversiones de capital en subsidiarias divididas por capital, lo que refleja deuda emitida a nivel de la sociedad matriz que ha sido entregado como capital en subsidiarias. Mientras que un monto menor de apalancamiento doble puede ser esperado, a Fitch le preocupa cuando el apalancamiento doble es alto (por ejemplo, por encima del 120% o más del capital común de una compañía matriz). Un alto grado de doble apalancamiento puede resultar en diferenciales incrementados de calificación entre una compañía matriz y sus subsidiarias, particularmente si las subsidiarias reguladas están involucradas, ya que los dividendos de estas entidades pueden ser restringidos. Cuando es posible, Fitch revisará la capacidad de dividendo de la subsidiaria regulada relativo a los costos fijos y dividendos de la compañía tenedora.

Fondeo, Liquidez y Cobertura: Las compañías financieras y de arrendamiento que han incumplido o fallado en el pasado con frecuencia se han basado indebidamente en una fuente particular de financiamiento (por ejemplo, deuda de corto plazo) y en mercados de financiamiento al por mayor sensibles a la confianza. En términos generales, Fitch considera que la diversificación de fuentes de fondeo, en términos de mercados, inversionistas y ubicación geográfica, así como la estabilidad del financiamiento, son elementos cruciales en su análisis. A este respecto, Fitch revisa los planes y las políticas de fondeo de las compañías de financiamiento y arrendamiento, así como su plan de financiamiento de contingencia. Las

Métricas Clave de Fondeo, Liquidez y Cobertura Empresas financieras y de Arrendamiento

Deuda de Corto Plazo/Deuda Total

Deuda No Garantizada/Deuda Total

EBITDA/Gasto de Intereses

Activos No Gravados/Deuda No Garantizada

Dividendos/Ingreso Neto

Fuente: Fitch.

políticas deben entregar una visión con respecto a la mezcla de deuda esperada (corto plazo versus largo plazo, tasa fija versus tasa flotante, y garantizada versus no garantizada), la diferencia en el calce de activos y pasivos, las estrategias de cobertura y las contrapartes de derivados que se permiten.

Los planes de financiamiento de un emisor debe proveer entendimiento sobre cómo son tomadas las decisiones de financiamiento dentro de la organización, como a través de un comité de activo/pasivo. Generalmente, Fitch considera la pre-financiación de activos favorablemente cuando los activos maduran más rápido que las obligaciones, particularmente si la compañía financiera y de arrendamiento ha puesto coberturas de tasa de intereses en vigor para ayudar a limitar el riesgo de tasa de intereses. Algunos emisores hacen esto como un asunto de política, mientras que otros pueden actuar sobre una base más oportunista para tomar ventaja de las expectativas de tasa de interés. A la inversa, las calificaciones autónomas pueden ser constreñidas cuando las obligaciones vencen más rápido que los activos, ya que esto puede exponer a la compañía financiera y de arrendamiento a riesgo de refinanciamiento.

La financiación de contingencia debe ser accesible razonablemente durante tiempos de coacción financiera y no se debe basar en un emisor para mantener el cumplimiento de compromiso.

Fitch esperaría que las compañías de financiamiento y arrendamiento con grado de inversión puedan demostrar planes de contingencia que permitan que la entidad navegue una situación problemática prolongada en los mercados de liquidez y financiamiento. Esto se puede demostrar mediante la capacidad de financiar las operaciones principales durante un período de 12 meses sin acceso a los mercados de deuda no garantizada, si esta fuera la principal fuente de financiamiento bajo condiciones normales de mercado. Adicionalmente, Fitch podría evaluar un escenario de la compañía de reducción de actividades o liquidación a fin de obtener un entendimiento de la eficacia y eficiencia con la que los activos se pueden liquidar a fin de cubrir costos, incluyendo el servicio de deuda, de manera oportuna.

Los planes de financiación de contingencia asumen la importancia añadida para compañías de arrendamiento con grandes libros de órdenes, particularmente dado que esos pasivos pueden ser financiados a través de una variedad de entornos económicos. Los libros de orden son comunes en los sectores de aeronave y automotor y representan comités para comprar activos de fabricantes, en algunos casos, años antes de que hayan sido arrendados. La existencia de financiación comprometida, como las instalaciones de bodega, ayuda a mitigar algún riesgo; sin embargo, el vencimiento de las instalaciones puede preceder entregas de orden, lo que puede producir riesgo de refinanciamiento. Fitch considera el tamaño de libro de orden de un arrendador en relación al tamaño de su balance, flota existente, capacidades operativas y de mercadeo, así como su historial de reunión de capital. Sin embargo, la existencia de libros significativos de orden, particularmente si son largos, pueden ser una restricción de capital.

Fitch presta particular atención a los resguardos de los acuerdos crediticios a fin de comprender las características del resguardo y de las garantías, dado que éstas pueden influir sobre la capacidad de una compañía de financiamiento y arrendamiento para realizar sus negocios. Si bien los incumplimientos técnicos, tales como el incumplimiento con un resguardo financiero, a menudo se pueden evitar, por lo general esto implica un gasto considerable. Por ende, es probable que Fitch realice una acción de calificación negativa tras observarse un incumplimiento de resguardo. Si se le considera como un indicador de un cambio material en el perfil de riesgo de la entidad y flexibilidad financiera.

Fitch se fija en la porción de líneas de crédito comprometida versus la no comprometida, la composición de los acreedores y la frecuencia con la cual la línea se utiliza. Fitch también

analiza la antigüedad de la relación, así como otros flujos de negocios (tales como la administración de efectivo o la colocación de valores que mantiene la compañía de financiamiento y arrendamiento con sus acreedores), dado que éstos podrían tener un impacto importante sobre el soporte que los acreedores le darían al emisor durante periodos de estrés financiero. Es posible que Fitch sólo considere la liquidez disponible de las líneas de crédito de respaldo que tenga en bancos con altas calificaciones y/o bancos con una calificación igual o superior a la del emisor mismo. Si un banco ha comprobado que no está dispuesto a cumplir con su obligación contractual para otorgar financiamiento cuando se le haya solicitado, Fitch no lo tomará en cuenta dentro de la capacidad de soporte que se asume para el emisor. Similarmente, si una línea es raramente, si acaso, usada esto puede reducir la probabilidad de uso bajo estrés moderado, si el emisor considera que tendría un efecto negativo de señal. Esto podría reducir potencialmente el monto de crédito que Fitch otorga a dichas líneas en su evaluación de liquidez.

Algunas compañías de financiamiento y arrendamiento mantienen una cartera de liquidez con valores gubernamentales de alta calidad que pueden venderse fácilmente o se pueden financiar mediante un acuerdo de recompra a fin de que entreguen liquidez inmediata. Si una compañía de financiamiento y arrendamiento establece una cartera de activos líquidos, Fitch evalúa la calidad y liquidez de estos valores, y que se encuentren libres de compromisos. Así como lo relacionado lo que se han implementado de las políticas para controlar la cantidad y composición de la cartera de activos.

Fitch comprende que los emisores pueden verse motivados a financiarse con deuda de corto plazo, debido a que por lo general esta resulta menos costosa; no obstante, Fitch considera que la dependencia excesiva del financiamiento a corto plazo puede resultar muy problemática, especialmente durante los periodos de estrés en el mercado, como quedara comprobado durante la crisis financiera. Con respecto al financiamiento de corto plazo, Fitch se enfoca en los vencimientos de los activos. Por ejemplo, un emisor con activos de muy corto plazo (tarjetas de débito, créditos de *factoring* y automotrices, y ciertos préstamos de consumo) puede estar mejor preparada para apoyar un componente razonable de financiamiento a corto plazo que un emisor con activos de largo plazo, tales como hipotecas, préstamos estudiantiles o aeronaves. Se deben establecer buenos planes de contingencia a fin de cubrir la posibilidad de que los activos de corto plazo financiados con deuda de corto plazo podrían no producir los niveles esperados de flujo de caja en todas las etapas de un ciclo de negocio o producto. Esto incluiría la cobertura de una posible extensión de los periodos de posesión para los activos que se espera vender y que han sido financiados con deuda a corto plazo.

No obstante, incluso cuando los vencimientos son a muy corto plazo, se debería contar con una cantidad mínima de fondeo de más largo plazo para financiar el negocio. Al menos 100% de respaldo comprometido de liquidez es visto como apropiado para la emisión de papel comercial con grado de inversión, que se comenta en mayor detalle en la sección de Calificaciones de Emisión (IV.1) más adelante.

Fitch no tiene límites prescritos sobre el monto de financiación garantizada, como la bursatilización respaldada por activos, contratos de readquisición, bonos cubiertos o préstamos bancarios garantizados que una compañía financiera y de arrendamiento usa. En su lugar, Fitch incorpora la magnitud de uso de financiación garantizada en su visión de la estrategia de financiación del emisor, lo que forma parte de la calificación total. Dicho eso, Fitch considera que una dependencia excesiva de financiación garantizada puede constreñir la calificación crediticia autónoma, ya que un alto índice de activos gravados reducirá la flexibilidad financiera y recuperaciones potenciales de emisores no garantizados, en el caso de liquidación, puede ser menor que el promedio. Esto, en cambio, podría resultar en una

calificación menor asignada a deuda preferente no garantizada contra la calificación crediticia autónoma.

Asimismo, cuando existe una actividad de titularización considerable, a menudo Fitch compara la calidad de los créditos titularizados con la calidad de los créditos no comprometidos a fin de asegurarse de que no se haya generado una selección sesgada (*cherry picking*) o adversa. Fitch cree que los créditos titularizados deben reflejar una muestra representativa de los préstamos y arrendamientos originados. Como resultado de lo anterior, es posible que Fitch considere de manera negativa las estrategias que utilizan la venta de los créditos más débiles o más fuertes. Fitch también piensa que una compañía de financiamiento y arrendamiento deberá demostrar liquidez en todos los tipos de activos que origina. Por ejemplo, si un emisor no puede demostrar liquidez en el mercado secundario para una clase de activos en particular, Fitch podría considerar, cuando sea apropiado, capital adicional para apoyar ese activo en particular. Adicionalmente, Fitch puede incorporar en una probabilidad incrementada de soporte voluntario para obligaciones sin recurso para compañías financieras y de arrendamiento que sean demasiado dependientes de la bursatilización como una fuente de financiamiento. El soporte voluntario puede surgir como medio para el emisor para limitar daño a la reputación y pérdida potencial de acceso de mercado a esta fuente de financiación en caso de bajo desempeño, similar a lo que fue observado por Fitch durante la crisis financiera más reciente.

III. Soporte

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

III.1. Soporte Soberano

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

Fitch reconoce que frecuentemente existe una incertidumbre considerable respecto de si se brindaría soporte a una institución financiera no bancaria en caso de ser necesario. Las decisiones sobre el soporte son a menudo políticas, tomadas en apuro relativo y generalmente determinadas por los costos y los beneficios percibidos de proveer soporte (o de no proveer soporte) a una institución financiera no bancaria en particular en circunstancias específicas.

Las decisiones de soporte soberano para instituciones financieras no bancarias pueden con frecuencia ser dirigidas por una evaluación del papel de la política de la entidad a contrario de su importancia sistémica, lo cual es un factor mayor para bancos.

III.1.1 Capacidad del Soberano de proveer Soporte

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

Al evaluar la capacidad de un gobierno de proveer soporte, el punto de partida de Fitch son las propias calificaciones del soberano. Aunque las calificaciones del soberano reflejan la visión de Fitch solamente respecto a la probabilidad de que el gobierno cumpla con su propia deuda, en la práctica esto usualmente está estrechamente correlacionado con su mayor flexibilidad financiera y, por lo tanto, la capacidad de proveer soporte a instituciones financieras. Los SRFs típicos en cada nivel de calificación del soberano son perfilados en la tabla a continuación.

Calificaciones Soberanas y Pisos de Calificación de Soporte

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

Fuente: Fitch.

III.1.1 Propensión del Soberano de Proveer Soporte

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

Referencia Previa de Metodología

Las secciones III.2.1-III.2.2 sobre soporte institucional reemplazan la sección 2 del reporte de metodologías "Subsidiarias FI y Compañías Tenedoras", de fecha agosto de 2012. Estas secciones de las metodologías contienen un número de refinamientos comparado con las metodologías anteriores, en particular.

El soporte de gobiernos sub-nacionales ha sido incorporado a la metodología general para evaluar soporte institucional (usualmente accionista), en lugar de ser presentado en una sub-sección separada.

Los factores relacionados con barreras legales y regulatorias/obligaciones para apoyar a una subsidiaria han sido incorporados en las secciones más amplias sobre la capacidad de una matriz y propensión a soporte, en lugar de ser presentado como una sub-sección separada.

La figura 43 ha sido expandida para incluir factores relacionados con la capacidad de una matriz de apoyar, así como su propensión. Adicionalmente, las características identificadas en la columna intermedia de la Figura 43 son asociadas ahora con el escalonamiento (*notching*) de subsidiaria de un *notch*, en lugar de uno a dos *notches*, como previamente, para evitar traslape entre el escalonamiento (*notching*) asociado con las características en las columnas intermedia y derecha (aunque una subsidiaria con una mayoría de características en la columna intermedia todavía puede ser *notched* dos veces de su matriz si los factores evaluados en la columna derecha se consideran de mayor importancia).

No se espera que estos refinamientos resulten en ningunos cambios de calificación.

Factores Clave al Asignar Pisos de Soporte de Calificación ^a

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

^a Los factores identificados en esta tabla determinan los niveles de SRFs relativo a los rangos indicados en la tabla en la página 8, Calificaciones Soberanas y Pisos de Calificación de Soporte. Para cada factor, otras consideraciones relevantes pueden existir que no están referidas explícitamente aquí. Fuente: Fitch.

III.2. Soporte Institucional

Las calificaciones de Fitch de subsidiarias de institución financiera no bancaria pueden o no ser un factor en la alta probabilidad de soporte de instituciones de matriz. En un extremo del espectro, a una subsidiaria financiera cautiva se le puede otorgar alta probabilidad de soporte, porque su existencia mejore la franquicia de la matriz, objetivos estratégicos y prospectos de crecimiento de ingreso. En el otro extremo del espectro podría ser una entidad a la que le sea otorgada una menor probabilidad de soporte porque sea tenida principalmente como una oportunidad de inversión con ventajas fiscales, como una subsidiaria arrendadora de aeronave de una compañía aseguradora.

Al determinar el soporte potencial para subsidiarias de institución financiera no bancaria de instituciones matrices, Fitch considera tanto la capacidad y propensión de la matriz para proveer soporte, como se describe en las secciones III.2.1 y III.2.2 a continuación.

Adicionalmente, Fitch considera si los riesgos país en la jurisdicción de la subsidiaria pueden limitar su capacidad de usar soporte de la matriz para cumplir con sus obligaciones. Cuando los riesgos país sean altos, las calificaciones de la subsidiaria pueden ser topados a niveles significativamente menores a aquéllos que posiblemente estarían basados en la capacidad y propensión de la matriz para proveer soporte. El Techo País local, que captura el riesgo de transferencia y convertibilidad, casi siempre topará el IDR de moneda extranjera de Largo Plazo de la subsidiaria a menos de que haya fuertes circunstancias mitigantes (por ejemplo, activos materiales y flujos de efectivo están fuera del país y disponibles para cumplir con la deuda). Los riesgos más amplios de país usualmente evitarán que los IDRs de la moneda extranjera y local de largo plazo de la subsidiaria estén más de tres *notches* por encima del soberano. Para más detalles, ver *Calificando Instituciones Financieras No Bancarias por encima del Soberano* (Anexo 1).

III.2.1 Posibilidad de la Matriz de Apoyar a la Subsidiaria

Importancia de esta evaluación: Para una institución financiera no bancaria para recibir soporte de accionista, el propietario debe, por definición, poder y desear proveerlo.

IDRs de la Matriz: La evaluación de Fitch de la capacidad de la matriz para apoyar a su subsidiaria inicia considerando los IDRs de Largo Plazo de la matriz. Estas calificaciones topan la capacidad de la matriz para proveer soporte, ya que Fitch no esperaría que el soporte para una subsidiaria esté próximo cuando la matriz está en incumplimiento ella misma. Adicionalmente, otros factores – a saber, la regulación de matriz/grupo y tamaño relativo – también pueden afectar la posibilidad de la matriz para proveer soporte.

Regulación de Matriz/Grupo: Además del asunto de ‘flujo de soporte soberano’, las restricciones regulatorias significativas a nivel de matriz, si son relevantes, pueden reducir generalmente la fungibilidad de capital y la liquidez dentro de un grupo, reduciendo la capacidad de la matriz para proveer soporte a una subsidiaria.

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

Tamaño Relativo: En casos donde las subsidiarias formen una parte relativamente grande del grupo consolidado, la matriz puede encontrar más difícil proveer soporte extraordinario suficiente y oportuno, incluso en casos donde su propio balance (intrínseco) permanezca relativamente no disminuido. Este riesgo será mayor cuando Fitch considere que la necesidad de subsidiarias diferentes para soporte probablemente vaya a ser altamente correlacionada, por ejemplo porque operen en una región única. Cuando las subsidiarias sean grandes respecto al grupo consolidado, Fitch puede, por lo tanto, incrementar el escalonamiento (*notching*) entre los IDRs de Largo Plazo de la matriz y subsidiaria (cuando los últimos sean dirigidos por soporte de la matriz).

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

Tanto las características de tamaño e integración deben ser cumplidas para que IDRs comunes sean asignados. Si una subsidiaria está altamente integrada, pero relativamente pequeña y no hace una contribución significativa al perfil crediticio total del grupo, entonces su IDR, si es asignado, se basará ya sea en la calificación de su matriz (si se considera que el soporte de la matriz está próximo) o en su propio perfil intrínseco (si el soporte de la matriz no se considera próximo).

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

Importancia de esta evaluación: Aun cuando una matriz puede apoyar a una subsidiaria, que lo haga o no dependerá de la propensión del propietario a apoyar. En general, Fitch considera que las matrices están prudencialmente reguladas (por ejemplo, bancos o compañías aseguradoras) o cuyas subsidiarias de institución financiera no bancaria apoyan el negocio central de la matriz (por ejemplo, financiadoras de autos cautivos, o instituciones actuando como tesorerías del grupo) probablemente exhiban una mayor propensión para apoyar a subsidiarias de institución financiera no bancaria que las matrices cuyas subsidiarias sean más parecidas a inversiones dirigidas por objetivos de ganancias, impuesto y/o diversificación.

Sin embargo, las consideraciones relacionadas con la posibilidad de apoyar (ver sección III.2.1) y las obligaciones/restricciones legales o regulatorias sobre soporte (ver secciones III.2.3 y III.2.4) pueden también impactar el escalonamiento (*notching*) de calificaciones de la subsidiaria relativas a aquéllas de la matriz.

Al evaluar la propensión a soporte, Fitch analiza los factores enlistados a continuación (ver también la tabla en la página 66). En ausencia de las restricciones de posibilidad u obligaciones/restricciones significativas legales/regulatorias, una subsidiaria que Fitch considera como 'central' usualmente tendrá calificaciones igualadas con la matriz; una subsidiaria vista como 'estratégicamente importante' usualmente tendrá calificaciones un *notch* (pero en algunos casos, dos *notches*) menores que la matriz; y una subsidiaria vista como siendo de 'importancia limitada' usualmente estará calificada al menos dos *notches* por debajo de la matriz o un *notch* hacia arriba de su calificación autónoma.

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

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

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

Integración: Un alto nivel de administración, integración operacional y de balance entre la matriz y la subsidiaria usualmente sería visto por Fitch como subrayando el compromiso estratégico de la matriz con la subsidiaria y hacer un incumplimiento de la subsidiaria potencialmente más oneroso y costoso para la matriz. Estos factores típicamente resultarían en una mayor propensión a soporte, en la opinión de la agencia y, por lo tanto, escalonamiento (*notching*) reducido entre los IDRs de Largo Plazo entre la matriz y subsidiaria. En particular, si la matriz provee un alto índice del financiamiento no de capital de la subsidiaria, esto podría elevar considerablemente el costo para la matriz del incumplimiento y quiebra potencial de la subsidiaria e incrementar el incentivo para proveer soporte.

Cuando el grado de integración entre la matriz y subsidiaria es muy alto, para que la última opere similarmente a la sucursal o sea efectivamente una entidad organizadora, Fitch puede igualar los IDRs de Largo Plazo de la matriz y de la subsidiaria o asignarlos con no más de un notch de diferencia.

Jurisdicción: Fitch típicamente calificará a las subsidiarias extranjeras operando en mercados no centrales al menos un *notch* por debajo de sus matrices. Esto refleja usualmente la menor importancia e integración estratégica de entidades extranjeras y moderadamente menor riesgo severo de contagio de un incumplimiento de la subsidiaria extranjera, comparado con el de una entidad local. Esto también refleja la menor probabilidad de presión del regulador de una matriz, si es relevante, para proveer soporte a una subsidiaria extranjera en lugar de a una subsidiaria local.

Al mismo tiempo, Fitch con frecuencia igualará las calificaciones de una subsidiaria extranjera con su institución matriz donde opera la subsidiaria en un mercado considerado durante mucho tiempo como central por la matriz.

Escalonamiento (notching) de Subsidiarias

| Escalonamiento (notching) Relativo ^a | Central/Igualado | Estratégicamente importante/Un notch | Importancia limitada/Dos o más notches |
|---|--|---|--|
| Regulación de Matriz/Grupo | Regulador matriz y/o regulación probablemente apoyaría a subsidiaria por entidad matriz | Regulador matriz/regulación es neutral para soporte a la subsidiaria | Matriz no regulada o regulador matriz/regulación puede restringir soporte o implicaciones de capital/impuesto de soporte puede ser muy oneroso |
| Tamaño Relativo | Cualquier soporte requerido sería inmaterial relativo a la capacidad de la matriz de proveerlo | Cualquier soporte requerido probablemente sería manejable relativo a la capacidad de la matriz de proveerlo | El soporte requerido sería considerable relativo a la capacidad de la matriz de proveerlo |

Propensión de la Matriz a Apoyar:

| | | | |
|--|---|--|--|
| Rol en Grupo | Parte clave e integral del negocio del grupo, provee algunos de los productos/servicio centrales del grupo a mercado (s) central (es) | Fuertes sinergias con matriz, proveyendo productos/servicios en mercados identificados como estratégicamente importantes | Sinergias limitadas con matriz, no operando en mercados objetivo |
| Potencial para la Venta | Es muy difícil concebir la venta; la disposición alteraría notablemente la forma total del grupo | Sin planes de vender, aunque la disposición no alteraría fundamentalmente la franquicia total del grupo | Candidato potencial para venta, o podría ya estar en venta; la disposición no sería material para franquicia de grupo |
| Implicación de Incumplimiento de Subsidiaria | El incumplimiento constituiría alto riesgo al a reputación de la matriz, daño a su franquicia y podría amenazar su viabilidad | Alto riesgo de la reputación para matriz, con potencial para impacto negativo significativo sobre otras partes del grupo | El riesgo a la reputación probablemente sería contenible para matriz |
| Integración | Alto nivel de integración administrativa y operativa; capital y financiamiento en gran medida fungible | Independencia administrativa significativa; algunas restricciones operativas/regulatorias sobre transferencias de capital y financiamiento | Independencia administrativa considerable; restricciones operativas/regulatorias significativas sobre transferencias de capital y financiamiento |
| Jurisdicción | Opera en la misma jurisdicción que la matriz o en mercado hace mucho visto como central | Opera en mercado no central identificado como estratégicamente importante | Opera en mercado no central no identificado como estratégicamente importante |
| Tamaño de Participación de Propiedad | Propiedad total o gran participación mayoritaria (típicamente más del 75%) | Propiedad de menos del 75%, pero influencia limitada de accionista (s) minoritario (s) sobre operaciones de la subsidiaria | Propiedad de menos del 75% e influencia significativa de accionista (s) minoritario sobre operaciones de la subsidiaria |
| Historial de Soporte | El soporte no se cuestiona, reflejando alto nivel de integración y fungibilidad de capital/financiamiento | Provisión oportuna y suficiente de soporte, cuando la necesidad ha surgido o no casos previos de soporte siendo necesarios | El soporte ha sido provisto con algunos retrasos o ha sido moderado en volumen relativo a las necesidades de la subsidiaria |
| Desempeño y Prospectos de Subsidiaria | Historial largo y exitoso en apoyar objetivos del grupo, que probablemente continúe | Historial limitado de operación exitosa, incertidumbre significativa sobre prospectos de largo plazo | Historial mixto de desempeño, signos de interrogación sobre viabilidad de largo plazo del negocio |
| Marca | Comparte misma marca que matriz | Combina marca de matriz y propia | Subsidiaria con marca independientemente de la matriz |
| Compromisos legales | La matriz ha hecho compromiso legal fuerte para apoyar a la subsidiaria | La matriz ha hecho compromiso no vinculante de apoyar a la subsidiaria | La matriz no ha hecho ningún compromiso legal de apoyar a la subsidiaria |
| Cláusulas de incumplimiento cruzado | Aceleración potencial de deuda de la matriz provee fuerte incentivo para evitar incumplimiento de la subsidiaria | Aceleración potencial de deuda de matriz provee incentivo moderado para evitar incumplimiento de la subsidiaria | El incumplimiento de la subsidiaria no detonaría aceleración de deuda de matriz |

^a Indica diferencial típico entre IDR de subsidiaria de largo plazo determinado por soporte e IDR de largo plazo de matriz, a falta de restricciones impuestas sobre las calificaciones de la subsidiaria por el Techo País u otros riesgos país. La subsidiaria podría ser calificada más alto que el nivel implicado por el soporte de la matriz si tiene un perfil intrínseco o SRF superior. ^b Cuando Fitch considere que el soporte es improbable o altamente incierto, el IDR de Largo Plazo de una subsidiaria con importancia limitada puede ser usado solamente sobre su fuerza autónoma o puede ser elevado un notch a un nivel de calificación conmensurado con su fuerza autónoma. Fuente: Fitch.

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

Historial de Soporte: Un historial fuerte de provisión de soporte oportuno extraordinario a una subsidiaria bajo un rango amplio de escenarios de estrés puede influir positivamente la evaluación de Fitch de la propensión de una institución matriz para proveer soporte y, por lo tanto, limitar el escalonamiento (*notching*) del IDR de Largo Plazo de una subsidiaria relativo al de su matriz. Adicionalmente, Fitch considera positivamente un alto nivel de soporte 'ordinario', por lo cual una matriz opera una subsidiaria con liquidez comfortable y, en particular, reservas de capital, en lugar de cumplir simplemente con los requisitos regulatorios mínimos.

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

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

Compromisos Legales: En casos raros, una subsidiaria puede ser incorporada con responsabilidad ilimitada, creando una obligación legal clara para la matriz para proveer soporte. En dichos casos, Fitch probablemente igualaría los IDRs de Largo Plazo de la subsidiaria y matriz, a menos de que haya restricciones surgidas de riesgos país. Una garantía incondicional e irrevocable, que contiene lenguaje específico de beneficiario tercero y permite a los acreedores subsidiarios presionar demandas en contra del garante en el caso de incumplimiento por la subsidiaria, serviría también para crear un piso para el IDR de la subsidiaria y/o su deuda garantizada al mismo nivel como el garante.

Un contrato de soporte formal celebrado con la entidad matriz, por ejemplo para mantener requisitos de capital y liquidez de una subsidiaria institución financiera no bancaria por encima de un umbral definido, será considerado moderadamente positivo para calificaciones subsidiarias. Sin embargo, aunque ciertos contratos de soporte son legalmente vinculantes cuando están en cumplimiento, son usualmente revocables y también pueden ser retirados si la subsidiaria es despojada, significando que típicamente proveerá sustentación muy limitada, si la hubiera, para las calificaciones de una subsidiaria.

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

Cláusulas de Incumplimiento Cruzado: Las cláusulas de incumplimiento cruzado en contratos de financiamiento de matriz pueden especificar que un incumplimiento subsidiario constituirá un caso de incumplimiento sobre la obligación de la matriz, otorgando así derechos de aceleración a acreedores de la matriz. Mientras que esto no crea ninguna obligación para la matriz de apoyar a la subsidiaria, esto puede crear un incentivo significativo para hacerlo, elevando la propensión para proveer soporte. La fuerza de este incentivo dependerá, entre otras cosas, del volumen de obligaciones potencialmente sujetas a aceleración, ya sea que los

términos de la aceleración serían atractivos a los acreedores y, por lo tanto, serían tomados (por ejemplo, si el precio de reembolso estuviera por encima o debajo del precio de mercado actual) y si los acreedores renunciarían a sus derechos de aceleración, tal vez por una cuota.

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

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

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

En la opinión de Fitch es muy probable que un sub-nacional busque proveer soporte al sistema no bancario en su totalidad y por lo que la evaluación de la agencia de soporte se enfocará en la capacidad y propensión del sub-nacional de apoyar una institución específica. Al evaluar la capacidad de un sub-nacional de apoyar, las siguientes consideraciones adicionales aplicarán con respecto a alguno de los factores enlistados en la tabla de Escalonamiento (*notching*) de Subsidiarias en la página 69.

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

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

Implicación de Incumplimiento Subsidiario: Fitch considerará la importancia sistémica de la institución financiera no bancaria al sistema regional y economía como un todo (como medido, por ejemplo, por sus acciones de créditos en la región).

Las calificaciones basadas en soporte sub-nacional son más probables cuando una institución financiera no bancaria tenga una presencia fuerte en su región de origen, pero operaciones limitadas en el resto del país o internacionalmente.

Cambios en Propensión de Soporte y Venta de Subsidiaria

Basado en los cambios en circunstancias, Fitch puede cambiar su visión sobre la propensión de una matriz para soportar a una subsidiaria determinada. En algunos casos, el cambio potencial en la calificación de una subsidiaria puede ser significativo (por ejemplo por *notches* múltiples).

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

Riesgo de Venta: Fitch no captura explícitamente el riesgo de venta en sus calificaciones, antes de un anuncio formal de que una subsidiaria va a ser vendida o está en venta. Sin embargo, en la opinión de la agencia, usualmente hay una correlación cercana entre la importancia estratégica de una subsidiaria y la probabilidad de que sea vendida (ver Figura 43). El riesgo de venta, por lo tanto, usualmente debe ser bajo en casos donde el IDR de Largo Plazo de una subsidiaria es igualado con, o dentro de un *notch* de, el de su matriz.

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

Al tomar acciones de calificación luego de un anuncio de venta, Fitch también considerará si un grupo relativamente estrecho de adquirentes de potencial altamente calificado ya ha sido identificado. En dichos casos, el riesgo del IDR de Largo Plazo de la subsidiaria siendo degradado puede ser limitado y las calificaciones por lo tanto, pueden ser mantenidas a sus niveles anteriores aun cuando Fitch considere que la subsidiaria se ha vuelto estratégicamente menos importante para su matriz actual.

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

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

Si el IDR de Largo Plazo probablemente es degradado luego de la venta y si Fitch considera que el propietario actual tendría materialmente menor propensión a soportar a la subsidiaria si la venta no se concluye por cualquier razón – por ejemplo, en todos los escenarios probables las calificaciones será degradada – entonces puede degradar el IDR inmediatamente luego del anuncio. Si Fitch considera que la venta podría también resultar en cambios materiales en el perfil intrínseco de la subsidiaria, por ejemplo por la pérdida del “soporte ordinario” o por cambios en estrategia, entonces su perfil crediticio intrínseco también puede ser impactado adversamente.

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

Referencia Previa de Metodologías

La Sección IV.2, entre otras, reemplaza el reporte de metodologías 'Calificaciones de Recuperación para Instituciones Financieras', de fecha 24 de septiembre de 2013. Fitch ha revisado su metodología para asignar Calificaciones de Recuperación a emisiones de deuda preferente no garantizadas y, por lo tanto, para escalonamiento (*notching*) o igualar IDRs con las calificaciones de deuda preferente de instituciones financieras no bancarias de calificación 'B+' y menor. Dado que la mayoría de las instituciones financieras no bancarias no son reguladas prudencialmente, la metodología revisada está alineada más estrechamente con las metodologías corporativas de Fitch sobre las calificaciones de recuperación, que incluye un enfoque de liquidación y un enfoque de negocio en marcha, como descrito a continuación.

IV. Calificaciones de Emisión

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

IV.1 Deuda de Corto Plazo

Los IDRs de Corto Plazo son casi siempre asignados de acuerdo con una tabla de correspondencia entre IDRs de Largo Plazo y Corto Plazo (ver página 4). Cuando un IDR de Largo Plazo puede corresponder a cualquiera de dos IDRs de Corto Plazo, el IDR de Corto Plazo usualmente será determinado basado principalmente en la fuerza del perfil de liquidez del emisor.

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

- Una revisión del perfil de liquidez de una institución financiera no bancaria, administración de liquidez y fuentes alternativas de financiación.
- Activos líquidos disponibles.
- Fuentes de liquidez de respaldo.
- Calidad crediticia de proveedores de liquidez.
- Condiciones a obtención de fuentes de liquidez.

Si el financiamiento CP de una institución financiera no bancaria no iguala su ciclo normal de conversión de activo o flujo de efectivo operativo libre, el emisor debe buscar reembolsar notas CP ya en el mercado ya sea con la emisión de nuevas notas CP o bonos de largo plazo o accediendo a líneas bancarias comprometidas, específicas a CP o de 'propósito general corporativo' que permiten financiación del mismo día. Si el emisor no tiene dicha financiación inmediata, la compañía no puede reembolsar obligaciones con vencimiento. Para mitigar el riesgo de liquidez, Fitch considera liquidez de respaldo para CP en circulación y otras obligaciones de deuda de corto plazo un elemento importante al asignar calificaciones de nivel de instrumento, así como un elemento al evaluar el IDR LT.

El respaldo de liquidez es ya sea adecuado o inadecuado. Un respaldo de liquidez más que adecuado no justifica una calificación crediticia mayor de corto plazo. Por otra parte, cuando la

CP es mejorada explícitamente, por ejemplo, es respaldada por una línea de pago directo de forma crediticia o similar de garantía, la última calificación CP será la mayor de la línea de pago directo de crédito o mejora de crédito similar o la calificación de corto plazo del propio emisor.

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

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

IV.2 Obligaciones Senior No Garantizadas

IV.2.1 Panorama

Las calificaciones de obligaciones senior (preferente) no garantizadas son asignadas usualmente en línea con un IDR de largo plazo de una institución financiera no bancaria. Esto es porque:

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

No obstante, en las circunstancias perfiladas a continuación, las calificaciones de emisión preferente no garantizada pueden ser asignadas a niveles menores, o por encima, del IDR de Largo Plazo de la institución financiera no bancaria.

Prospectos Débiles de Recuperación, Menor Calificación de Emisión: En algunos casos, Fitch puede ver que una emisión preferente no garantizada tiene prospectos de recuperación más débiles que el promedio, resultante en que sea asignada una calificación de emisión por debajo del IDR de Largo Plazo. Esto puede ser por las preocupaciones generales sobre la calidad de los activos de una institución financiera no bancaria, potencialmente menoscabando los prospectos de recuperación para todos los acreedores en caso de incumplimiento. O esto puede ser dirigido por preocupaciones específicas relacionadas con la estructura de fondeo de la institución financiera no bancaria, por ejemplo muy altos niveles de gravamen del balance

general o subordinación muy profunda de acreedores preferentes no garantizados en la estructura de pasivos.

La financiación garantizada históricamente ha sido un método más rentable para financiar activos de institución financiera no bancaria, particularmente tarjetas de crédito, autos, aeronaves y equipo. Por lo tanto, la deuda no garantizada puede ser una muy pequeña parte de la estructura capital. La deuda no garantizada puede ser calificada un *notch* por debajo del IDR de Largo Plazo hasta que considere una parte significativa de la mezcla de financiación, incluso para emisores de grado de inversión. Todavía, tener un componente significativo de financiación no garantizada es un factor importante al considerar si una firma puede lograr una calificación de grado de inversión.

Prospectos Fuertes de Recuperación, Mayor Calificación: Usualmente Fitch no calificará pasivos preferentes no garantizados superior al IDR de Largo Plazo de la institución financiera no bancaria por la alta incertidumbre al evaluar prospectos de recuperación. Una excepción puede ser cuando una entidad está más cerca del incumplimiento y cuando hay mayor visibilidad sobre los prospectos de recuperación para acreedores preferentes no garantizados.

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

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

IV.2.2 Análisis de Calificación de Recuperación

Cuando una institución financiera no bancaria tenga un IDR de Largo Plazo de ‘B’ o menor, Fitch típicamente asigna RR a las emisiones de la entidad calificadas sobre la escala de largo plazo basado en el análisis de recuperación a la medida. Los RRs proveen mayor transparencia sobre el componente de recuperación de la evaluación de Fitch del riesgo crediticio de valores de emisores calificados en niveles bajos, basado en una escala oscilando de ‘RR1’ para los prospectos más fuertes de recuperación a ‘RR6’ para prospectos pobres de recuperación conforme a la tabla a continuación. Sin embargo, es menos probable que Fitch asigne un RR cuando datos suficientes no estén disponibles o el resultado de la recuperación potencial sea altamente variable.

Las calificaciones crediticias para las obligaciones de emisores calificados entre ‘AAA’ y ‘BB-’ para la mayor parte toman recuperaciones acumuladas sobre el mercado de bonos incumplidos como un todo en consideración, conforme al diagrama de la página 73. A los instrumentos de una posición particular de prioridad y preferencia serán asignadas calificaciones crediticias que reflejen recuperaciones promedio esperadas a ser recibidas por dicho instrumento en ese sector en caso de incumplimiento. Fitch no realiza un análisis de recuperación a la medida para dichas obligaciones ya que están tan lejos del incumplimiento

que las asunciones que podrían ser usadas para el análisis de un escenario de incumplimiento podrían ser muy especulativas para ser de valor agregado.

Escala de Calificación de Recuperación

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

Haga clic aquí para una descripción completa de cada calificación. ^aRelativa al nivel de riesgo de incumplimiento. ^bLas definiciones de Fitch de la RR permiten tres notches menos en caso de 'RR6'; no obstante, Fitch no aplica un *notching* más de dos peldaños a las emisiones de una institución financiera.

Fuente: Fitch

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

Cuando los IDRs han transitado de la categoría 'B' a 'BB', a las que niveles de calificación RRs ya no son asignados, los instrumentos de deuda existentes previamente se benefician de las calificaciones de recuperación de 'RR2' y 'RR1' bajo el análisis a la medida puede quedarse en los niveles previos de calificación no obstante que el IDR sea mejorado, si es garantizado. Esto puede por ejemplo ser el caso si la estructura de capital contiene un componente grande de deuda de mayor rango. Un instrumento calificado 'BB+' es improbable que sea mejorado a 'BBB-' cuando el IDR sea 'BB+', a menos de que se esperen recuperaciones superiores.

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

Calificaciones de Instrumento para Combinaciones de IDRs y RRs del Emisor

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

Fuente: Fitch

Guía de Notch para Emisores de Calificación 'BB-' y Superior

| Notches de IDR | Grado de Inversión | | Grado altamente especulativos 'BB+' o 'BB-' | |
|----------------|--------------------------------------|--|---|--|
| | Deuda garantizada | Deuda no garantizada | Deuda garantizada | Deuda no garantizada |
| 3 | | | | |
| 2 | | | Notch por +0 y+3 peor topado 'BBB-' | |
| 1 | Notch por +0 o +1 | | | Niveles bajos de deuda garantizada: Notch +0 a +1 |
| +0 | | En recuperaciones promedio: Notch +0. En recuperación por debajo del promedio: Notch +0 a (1) | | Deuda no garantizada con deuda garantizada (0) a (2) notch |
| (1) | Deuda subordinada: (0) a (2) notches | | | |
| (2) | | | | |

Fuente. Fitch

¿Cómo se determinan las Calificaciones de Recuperación?

Fitch primero determina la probabilidad de incumplimiento por un emisor, donde mide sobre la escala de calificación 'AAA' de largo plazo, Fitch entonces llega al asunto calificando como una función de sus prospectos de recuperación en caso de incumplimiento. Conforme a la tabla 75, cuando los prospectos de recuperación son vistos como promedio, la calificación de emisión estará en línea con la evaluación del riesgo de incumplimiento. Si la agencia considera el instrumento con prospectos de recuperación por encima o por debajo del promedio, por ejemplo como una función de apalancamiento, mezcla de financiación y valuación estresada, Fitch puede ajustar a la baja o a la alza, respectivamente, del riesgo de incumplimiento para llegar a la calificación de emisión. La medida de ajuste a la alza o a la baja de la calificación de emisión basada en los prospectos de recuperación del instrumento es mostrada en la tabla de la página 89.

Métodos de Valuación Usados

Los métodos de valuación que Fitch típicamente aplica para derivar el RR de emisiones por instituciones financieras no bancarias incluyen el enfoque de valor de liquidación (LV por sus siglas en inglés: *Liquidation Value*) y el enfoque de negocio en marcha (GC por sus siglas en inglés: *Going-concern*). La elección de técnicas de valuación empleada puede ser influida por la práctica común para segmentos específicos de institución financiera no bancaria, el estatus de propiedad del emisor, el *grado de organización* de grupos multi-entidades y los regímenes aplicables de insolvencia.

Como regla general para segmentos que son relativamente intensivas en el uso de activos, como los bancos, tiende a haber una parcialidad hacia el enfoque LV en el análisis de Fitch, posiblemente suplementado con un cálculo del valor neto de activo (NAV por sus siglas en inglés: *net asset value*) estresado o valor neto en libros. El enfoque GC es más prevalente para instituciones financieras no bancarias con un uso no intensivo de activos en el balance.

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

Método de Valuación por Segmento de Institución Financiera No Bancaria

| Subsector NBF1 | ¿Enfoque de Liquidación Aplicado? | ¿Enfoque de Negocio en Marcha Aplicado? (Rango Múltiple Típico) |
|---|-----------------------------------|---|
| Firmas de Valores | | |
| Modelo de Negocio de Flujo de Efectivo | Sí | Sí, múltiplo EBITDA estresado (5-10x) |
| Modelo de Negocio de Balance | Sí | Sí, múltiplo estresado de libro tangible (0.5-1.5x) |
| Administradores de Inversión | Sí | Sí, múltiplo EBITDA estresado (4-10x) |
| Compañías de Desarrollo de Negocio | Sí | Sí, NAV estresado (0.5-1x) |
| Financiación y Arrendamiento | | |
| Modelo de Negocio de Flujo de Efectivo | Sí | Sí, múltiplo EBITDA estresado (4-10x) |
| Modelo de Negocio de Balance | Sí | Sí, múltiplo estresado de libro tangible (0.5-1.5x) |

Fuente: Fitch.

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

Enfoque de Liquidación

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

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

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

Los descuentos (*haircuts*) aplicados pueden variar significativamente por el modelo de negocio, clase de activo y región, entre otros factores y Fitch evaluará esto caso por caso. Como guía,

la tabla a continuación refleja rangos típicos de descuento para un número de clases amplias de activo que con frecuencia son encontradas en el balance de instituciones financieras no bancarias de activos fuertes.

Descuentos (*Haircuts*) de Activos

| Activo | Características | Descuento (%) |
|----------------------------------|---|---------------|
| Activo y Equivalentes | Sin riesgo, ajuste puede ser hecho para reflejar saldo esperado en incumplimiento | 0–50 |
| Valores de Renta Fija | Variabilidad en riesgo y liquidez | 5–75+ |
| Acciones | Variabilidad en liquidez y volatilidad | 15–100 |
| Activos Fijos Tangibles | Variabilidad en liquidez y volatilidad | 15–75+ |
| Préstamo Hipotecarios | Riesgo bajo si primer cambio, mayor riesgo si Segundo cambio, liquidez variable. | 5–40 |
| Préstamo personal no garantizado | Alto riesgo | 25–50+ |
| Asociados y JVs | Valor ilíquido y variable | 20–60 |
| Activos intangibles | Valor ilíquido y cuestionable en dificultad | 70–100 |

Fuente: Fitch.

Enfoque de Negocio en Marcha

El enfoque GC involucra un proceso de dos pasos

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

Los rangos de múltiplo de valuación provistos en la tabla de la página 75 son amplios a propósito para los varios subsectores. El múltiplo real dentro del rango que es aplicado en el análisis de recuperación dependerá de una revisión de las condiciones de mercado actuales entonces y una evaluación de múltiplos de valuación aplicados a transacciones similares de mercado alrededor del tiempo del análisis.

Para algunos segmentos de instituciones financieras no bancarias, Fitch puede aplicar enfoques de valuación de segmento específico. Por ejemplo, para IMs Fitch puede considerar la valuación como porcentaje de AUM estresado además de un enfoque de EBITDA múltiple.

Estimando Demandas del Acreedor

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

- Demandas revolventes: Fitch asume que las porciones no usadas de líneas de crédito comprometidas (garantizadas o no garantizadas), líneas de crédito revolventes y compromisos de carta de crédito son totalmente usadas en la medida permitida. Mayor juicio es ejercido para líneas que solamente pueden ser usadas para usos específicos, como aquellas diseñadas para uso para adquisiciones y gastos de capital.
- Demandas administrativas de prioridad: Típicamente se asume que éstas son de hasta el 10% del EV estresado, pero podría ser mayor en ciertas jurisdicciones, entre otros factores dependiendo del país, el tamaño de la institución y la complejidad.

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

El análisis de recuperación de Fitch típicamente toma un enfoque legal de cascada. Sin embargo, la aplicación de valor no solamente es afectada por la prioridad relativa de instrumentos para un emisor particular pero también por estructura organizacional. A falta de construcción legal o regulatoria específica en contrario, Fitch asumirá que los acreedores de entidades legales específicas tienen una demanda prioritaria sobre los activos de esa entidad relativo a acreedores de filiales y entidades relacionadas. En instancias donde hay entidades múltiples en un grupo, Fitch puede establecer valuación y demandas a nivel de la entidad y considerar los valores residuales disponibles para los acreedores de la matriz o entidades filiales. En este contexto, Fitch generalmente usará el balance no consolidado de una entidad como base de sus cálculos de recuperación. Los factores que pueden parcialmente compensar el efecto de subordinación estructural incluye la presencia de garantías *upstream* y obligaciones inter-compañías debidas por la subsidiaria a la matriz.

Las complejidades transfronterizas pueden añadir conservatismo al análisis de recuperaciones para instituciones financieras no bancarias que operan internacionalmente.

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

En vista de estas asunciones, la agencia no necesariamente hará un mapa de las recuperaciones esperadas para los RRs y calificaciones de emisión de largo plazo correspondientes. En su lugar, Fitch puede incrementar o reducir los RRs sugeridos por los enfoques de valuación y escalonamiento (*notching*), dependiendo de las sensibilidades de las recuperaciones esperadas a pequeños cambios en supuestos, eventos pendientes, términos contractuales dentro de instrumentos específicos, alcance de la garantía o visiones sobre el entorno operativo de una compañía en particular. El análisis de recuperación de Fitch no intenta capturar el espectro total de motivaciones posiblemente contradictorias para acreedores o la velocidad con la cual dichas motivaciones pueden cambiar.

Fitch ha provisto topes de país para calificaciones de recuperación para comprender la filosofía con acreedores (u otra) de jurisdicciones y la ejecutabilidad de garantía en el caso de un incumplimiento (ver Tratamiento de País Específico de Calificaciones de Recuperación, junio de 2013). Estos topes permiten la comprensión de obligaciones preferentes y *junior* donde las características jurisdiccionales y otras estructurales indican que esto es garantizado. Fitch se enfocará en explicar los descubrimientos de su análisis específico de recuperación en su investigación.

Referencia Previa de Metodologías

La Sección IV.3 reemplaza las secciones sobre calificación de valores de capital en el reporte de metodologías 'Metodologías de Evaluación y Calificación de Títulos Bancarios Subordinados e Híbridos' de fecha enero de 2014. No hay cambios sustantivos a esta parte de las metodologías.

IV.3 Títulos Subordinados e Híbridos

Si un instrumento subordinado e híbrido es emitido por una institución financiera no bancaria prudencialmente regulada, el enfoque de calificaciones y la metodología de crédito de capital seguirá las razones delineadas en la sección IV.2.2 y IV.2.3 de la "Metodología Global de Calificación de Banco" de fecha mayo de 2015. Para instrumentos emitidos por otras instituciones financieras no bancarias, el enfoque de calificaciones y metodología de crédito de capital seguirá el razonamiento delineado en la metodología del "Tratamiento y Escalonamiento (*notching*) de Híbridos en Análisis Corporativo No Financiero y de Crédito REIT", de fecha diciembre de 2013.

IV.4 Deuda Garantizada y Asegurada

Fitch generalmente califica deudas completamente garantizadas a la par con las deudas preferentes no garantizadas del garante (si ésta es más alta que la calificación de la deuda no garantizada de la institución financiera no bancaria emisora). La igualación de la calificación de la deuda garantizada con la calificación preferente no garantizada del garante dependerá de la garantía que se está clasificando de manera equitativa con la deuda preferente no garantizada del garante, y que Fitch se sienta cómodo con la jurisdicción de la garantía y su exigibilidad. La deuda de una institución financiera no bancaria que se beneficia de una garantía que se clasifica igualmente con las obligaciones subordinadas del garante, generalmente se califica de acuerdo con la deuda subordinada del garante.

Fitch puede calificar obligaciones garantizadas de instituciones financieras no bancarias, particularmente aquellas con estructuras relativamente sencillas, usando el enfoque del riesgo de incumplimiento/prospectos de recuperación descrito anteriormente. Sin embargo, las emisiones con formas más complejas de mejora estructural, por ejemplo, bursatilizaciones, bonos cubiertos y obligaciones parcialmente garantizadas, son calificados usualmente por el grupo de Fitch de Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos o el grupo de Fondo y Administrador de Activo, con base en metodología separada.

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

IV.5 Notas Indexadas

Algunas instituciones financieras no bancarias pueden emitir, o garantizar, notas indexadas (MLN, por sus siglas en inglés: *Market-Linked Notes*), por ejemplo valores cuyo rendimiento está referenciado a un riesgo de mercado esencialmente independiente de la propia calidad crediticia del emisor/garante. En algunos casos, solo la serie del cupón hace referencia al riesgo de mercado (notas de capital protegido) y en otros, tanto la serie del cupón como el reembolso del capital están determinados por el riesgo de mercado de referencia (notas del capital no protegido). Los MLNs hacen referencia a una muy amplia variedad de riesgos, más comúnmente relacionados con acciones, divisas y materias primas y con frecuencia se estructuran en respuesta a ofertas revertidas. Fitch no considera las notas ligadas a la inflación como MLNs para propósitos de esta metodología.

Fitch no cree que sea posible incluir estos altamente variados riesgos de mercado implícitos en una calificación convencional de crédito. Consecuentemente, la agencia no califica notas de capital no protegido, que para el propósito de esta metodología incluyen notas de doble divisa en donde el capital se reembolsa en una moneda distinta a la cual se invirtió o se reembolsa en acciones. No obstante, la agencia puede, de manera selectiva, calificar notas con una cláusula diseñada para proteger al inversionista contra la imposición de controles de cambio por parte de un gobierno soberano en donde se liquide en una moneda distinta por las reglas de la cámara de compensación y que concedan al inversionista la opción de amortizar antes del vencimiento por un monto basado en un cálculo indexado.

Fitch asigna calificaciones a notas de capital protegido que únicamente abordan el riesgo de contraparte del emisor/garante. En concordancia, Fitch agrega un subíndice (*emr*, por sus siglas en inglés: *embedded market risk*) a sus calificaciones de MLN para resaltar que la variabilidad del cupón creada por el riesgo de mercado implícito está excluida de la calificación asignada a la nota. Las calificaciones de los MLN son asignadas de acuerdo con las de otras obligaciones del emisor (típicamente deuda preferente no garantizada) con las cuales clasifican igualmente.

Este enfoque no aplica a las notas ligadas a crédito (CLN por sus siglas en inglés: *credit-linked notes*), las cuales hacen referencia al riesgo de crédito de un tercero o grupo de terceros. Estas notas pueden ser calificadas por el Grupo de Financiamiento Estructurado de Fitch.

IV.6 Distinciones de Emisión de Deuda entre Compañías Tenedoras y Subsidiarias Operativas de Institución Financiera No Bancaria

Al calificar instrumentos de deuda que están subordinados estructuralmente a otros instrumentos de deuda dentro de una estructura de grupo, por ejemplo, la deuda emitida por una compañía tenedora o vehículo emisor de deuda, Fitch evaluará los vínculos estratégicos, operativos o legales entre los elementos diferentes en la estructura. Si el análisis de Fitch conduce a concluir que dicha deuda está suficientemente aislada del resto del grupo, esa falla de cumplirla puede tener implicaciones limitadas para la calidad crediticia de las subsidiarias operativas, Fitch puede basar la calificación del instrumento sobre el perfil intrínseco de la entidad emisora. Lo último puede conducir a Fitch a asignar una calificación pública a esta entidad, informando a los inversionistas de su probabilidad diferente de incumplimiento comparado con las subsidiarias operativas.

Esto involucraría una evaluación de la capacidad de la entidad operativa para dividendos *upstream* a la entidad emisora en comparación con la cantidad de deuda y gastos de intereses de la entidad emisora, en adición a potencialmente un análisis del perfil financiero consolidado. Fitch también tomaría otros flujos de ingreso potenciales si la entidad emisora en

consideración, incluyendo, cuando relevante, ingreso de intereses sobre créditos inter-compañías y flujos de efectivo de otras entidades del grupo.

Bajo ciertas circunstancias, por ejemplo si hay un mecanismo fuerte de condiciones restrictivas en vigor, esto conduciría a Fitch a excluir deuda de dicha compañía tenedora o vehículo de emisión de deuda del análisis del grupo de condiciones restrictivas. Por otra parte, si Fitch concluye que los vínculos estratégicos, operativos o legales entre una compañía tenedora o vehículo de emisión de deuda y una entidad operativa son relativamente significativos y no hay ningún o un fuerte mecanismo de condiciones restrictivas en vigor protegiendo a la entidad operativa y a los tenedores de su deuda, es más probable que la deuda estructuralmente subordinada sea consolidada en el análisis de la entidad operativa.

Al determinar las relatividades de escalonamiento (*notching*) entre una compañía tenedora o vehículo de emisión de deuda y una compañía operativa y sus respectivos instrumentos de deuda, Fitch evalúa diferencias potenciales en probabilidades de incumplimiento. Como parte de esta evaluación, Fitch analiza aspectos relevantes regulatorios y legislativos, la medida de doble apalancamiento, la relevancia y la calidad crediticia de otras entidades grupales, mejora de crédito potencial, por ejemplo en la forma de garantías o cláusulas de incumplimiento cruzado, el grado de acceso y control de flujos de efectivo y la administración de liquidez.

En casos raros cuando la institución financiera no bancaria tiene características de un banco, como una licencia bancaria y una base de depósito, la 'Metodología Global de Calificación Bancaria' puede ser aplicada.

Anexo 1: Calificando Instituciones Financieras No Bancarias por encima del Soberano

Probablemente Fitch califique a una institución financiera no bancaria por encima del soberano – por ejemplo, asignar un IDR de Largo Plazo de moneda local (LC por sus siglas en inglés: *local currency*) a la institución financiera no bancaria por encima del IDR de Largo Plazo de LC soberano o un IDR de Largo Plazo en moneda extranjera (FC por sus siglas en inglés: *foreign currency*) a la institución financiera no bancaria por encima del IDR de Largo Plazo FC soberano – cuando ambas condiciones se mantengan. Primero, Fitch debe considerar que una institución financiera no bancaria probablemente retendría la capacidad para atender sus obligaciones en la moneda relevante luego de un incumplimiento soberano en esa moneda. Esta capacidad puede ser retenida ya sea porque la institución financiera no bancaria reciba soporte externo o por la fuerza intrínseca de la institución financiera no bancaria, como se refleja en su evaluación crediticia autónoma, es suficiente para permitirle continuar atendiendo sus obligaciones después de un incumplimiento soberano.

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

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

Anexo 2: Revisiones de grupo/pares

¿Qué es una revisión de grupo?

Fitch pretende efectuar la mayor parte de sus revisiones periódicas de instituciones financieras emisoras utilizando revisiones de grupo o de pares (“revisión de grupo”). Una revisión de grupo es una evaluación de los pares relevantes planteados ante un comité de calificación de manera simultánea. Esto brinda a la agencia la oportunidad de evaluar formalmente a las instituciones comparables juntas y asegurar la consistencia y la relatividad apropiadas de las calificaciones.

¿Por qué realiza Fitch revisiones de grupo?

Las revisiones de grupo facilitan las comparaciones crediticias entre los pares seleccionados y brinda un mecanismo para la identificación temprana de tendencias crediticias adversas. Fitch también considera que el enfoque de revisión de grupo facilita la investigación dirigida y los comentarios sobre los desarrollos de la industria o de sector, ayudando a los inversionistas a tomar decisiones informadas.

¿Cómo se compara una revisión de grupo con una revisión individual?

Las revisiones de grupo no son un debilitamiento de la rigurosidad del análisis; más bien facilitan la comparación crediticia precisa y significativa y la identificación y la evaluación de temas o factores comunes de calificación. Por lo tanto, el análisis se basa no sólo en factores externos generales o macro, sino también en las particularidades de cada institución bajo revisión. Aunque las revisiones de grupo formarán la parte medular del enfoque de revisión de calificaciones de Fitch, una revisión individual de emisor también puede ser aplicable después de un evento crediticio.

¿Cuál es la frecuencia de una revisión?

Fitch revisará a cada emisor de conformidad con cualquier requisito regulatorio; en la mayoría de los casos, esto será por lo menos de manera anual y en intervalos preestablecidos. Fitch determinará una frecuencia de revisión exacta con base en el perfil, la sensibilidad, la complejidad y la volatilidad de los emisores específicos y/o de los sistemas financieros.

¿Cómo se forman los grupos de pares?

Los grupos de pares se pueden formar en una variedad de formas y pueden incluir a emisores agrupados por región, país, sector, categoría de calificación o simplemente por muestreo. La extensa cobertura de Fitch de los emisores financieros internacionales significa que el número de entidades calificadas que no tienen un grupo de pares natural es muy limitado. Dichas entidades reciben revisiones individuales.

Las calificaciones, las métricas y las experiencias de los emisores que se encuentran fuera del grupo de pares, cuyas calificaciones se revisan formalmente durante la revisión de grupo, se pueden incluir en los materiales, informes de investigación y discusiones del comité, si esta inclusión brinda un contexto útil e ilustrativo.

Anexo 3: Información utilizada para emitir y mantener las calificaciones

Principios clave

Los analistas deben basar su reporte y su análisis de calificación en un análisis exhaustivo de toda la información relevante conocida y considerada por ellos como pertinente para el análisis y la decisión de calificación.

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

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

Origen de la información

La información fundamental que sirve de base en el proceso de calificación es información disponible al público en general como estados financieros anuales y provisionales (normalmente por lo menos tres años de cuentas auditadas), documentos de transacción para emisiones públicas, declaraciones públicas, presentaciones y otras divulgaciones ad hoc

realizadas por la administración del emisor, trámites públicos regulatorios y comentarios oficiales de la industria. Esta información pública representa los requisitos mínimos para que los inversionistas tomen una decisión de inversión y está basada en el nivel y el tipo de información generalmente presentada por una empresa que cotiza en bolsa.

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

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

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

Vigilancia

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

- Las instituciones financieras no bancarias se lleva ante el comité de calificación de manera inmediata.
- Se emite a las instituciones financieras no bancarias una solicitud de información específica adicional (Fitch también puede considerar apropiado colocarlo en *Rating Watch* en este momento).
- Se puede publicar un Comentario o un Informe Especial.

Fitch también puede concluir que no es necesaria acción alguna.

Anexo 4: Uso de pruebas de estrés y otras herramientas en el proceso de calificación

Principios clave

Los analistas complementarán su análisis de la información relevante con una evaluación del impacto potencial de una variedad de escenarios de estrés o simulaciones razonables/plausibles.

Supuestos

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

Herramientas utilizadas en el proceso de calificación

Normalmente, Fitch usará una variedad de herramientas estandarizadas para simular el efecto de la calidad de activos, ganancias, capital y estrés de liquidez. Se puede efectuar una prueba de estrés de rutina en un sector o emisor en particular y se puede complementar con simulaciones diseñadas especialmente en casos en donde los enfoques de estandarización puedan no ser apropiados. Cuando el resultado de la prueba de estrés tenga un efecto material sobre una decisión de calificación, Fitch brindará orientación, en su comentario de calificación o informe, sobre los supuestos subyacentes utilizados junto con cualquier limitación o incertidumbre que surja del análisis.

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

Datos de entrada y de salida

Las pruebas de estrés y de escenarios pueden requerir información estándar de naturaleza confidencial de los emisores y Fitch solicitará aquellos que considere necesarios. Si dichos datos de entrada no se proporcionan, Fitch utilizará estimaciones conservadoras basadas en un juicio analítico junto con su conocimiento general de la industria y del sector. Los datos de salida, normalmente en un formato estandarizado, forman una parte integral del análisis de calificación de Fitch y pueden, a discreción de Fitch, ser divulgados en todo o en parte cuando dicha divulgación agregue valor al análisis y/o reporte. La presencia de información confidencial, no obstante, normalmente resulta en una divulgación en forma total o resumida.

En algunos casos, cuando no hay datos de entrada estándar disponibles, se le pueden proporcionar a Fitch los análisis de escenario propios del emisor. En tales casos, Fitch los analizará con la administración del emisor para comprender los supuestos subyacentes utilizados en el análisis y, en su caso, hacer ajustes analíticos adicionales a los supuestos subyacentes de la administración.

Fitch utilizará una comparación de pares para evaluar la resistencia relativa a estreses o escenarios específicos.

Ratings Navigator (Navegador de calificaciones)

Fitch usa una herramienta (*Ratings Navigator*) para ayudar a organizar y presentar opiniones analíticas. El formato de presentación del *Ratings Navigator* presenta el marco de calificación descrito en este documento y pretende proporcionar una representación visual de los factores clave que determinan las calificaciones de los emisores, junto con la probable dirección y la importancia relativa de los factores clave.

Anexo 5: Metodologías relacionadas.

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

Metodología Global de Calificación Bancaria (Mayo, 2015)

Metodología de Sociedades de Infraestructura de Mercado Financiero (Mayo, 2015)

Estos tres reportes de metodología reemplazan y resultan en el retiro de, los siguientes reportes de metodología de institución financiera:

Metodología Maestras

Metodología Global de Calificación de Instituciones Financieras (Febrero 14, 2014)

Calificaciones del Emisor

Calificando Subsidiarias FI y Holdings (Septiembre 24, 2012)

Calificación de Instituciones Financieras por arriba del Soberano (Enero 14, 2013)

Calificaciones de Emisión

Metodología de Evaluación y Calificación de Títulos Bancarios Subordinados e Híbridos (Febrero 21, 2014)

Calificaciones de Recuperación para Instituciones Financieras (septiembre de 2013)

Instituciones Financieras No Bancarias

Metodología de Sociedades de Corretaje (Febrero 21, 2014)

Metodología de Calificación para Administradores de Inversiones y Fondos Alternativos. (Marzo 14, 2013)

Metodología de Compañías de Financiamiento y Arrendamiento (Enero 9, 2013)

Los siguientes informes de metodología que cubren varios sectores se mantendrán en vigor, y se aplicarán a las calificaciones de bancos y otras instituciones financieras, cuando sea adecuado.

Metodología de Canje Forzado de Deuda (Noviembre 14, 2013)

Evaluación del Gobierno Corporativo (Agosto 9, 2013)

Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (Diciembre 13, 2013)

Anexo 6: Índices Financieros y Definiciones del Subsector

Índices de Sociedades de Corretaje de Valores

| Métrica | Definición | Firmas con Alto Uso del Balance | Firmas con Bajo Uso del Balance |
|---|--|---------------------------------|---------------------------------|
| Índices de Riesgo de Mercado | | | |
| VaR/FCC Promedio | Periodo promedio de negociación VaR considerado como reportado y ajustado a intervalo de confianza del 99% y un periodo de tenencia de un día; los datos son evaluados tanto incluyendo y excluyendo diversificación atribuida | ✓ | |
| | El Capital Fundamental según Fitch (FCC por sus siglas en inglés: <i>Fitch Core Capital</i>) es igual al capital de los accionistas, menos capital híbrido reportado como capital, participaciones no controladoras reportadas fuera de capital, menos participaciones controladoras no vistas como capaz de absorber pérdidas por Fitch, menos crédito mercantil y otros intangibles, menos activos fiscales diferidos inelegibles, +/- valor justo de riesgo crediticio propio, menos partes de primera pérdida de bursatilizaciones retenidas fuera de balance, menos participaciones en compañía de seguros | ✓ | |
| VaR/FCC Estresado de Fitch | El VaR estresado de Fitch es calculado multiplicando el acumulado de 10 días, VaR nivel máximo de 99% por un factor de cinco; pretendiendo capturar el riesgo de mercado bajo condiciones de mercado extremadamente severas | ✓ | |
| Índice de Eficiencia Comercial | Ingreso de capital de negociación diario (anual/252 días) o (trimestralmente/63 días)/VaR negociación promedio (99%, un día, dólares EEUU) | ✓ | |
| | Mide qué tan exitosamente una institución puede convertir el riesgo en ingreso; mayor el valor, más exitosa la institución | ✓ | |
| Ingreso Principal de Transacción/Ingreso Total | Ingreso ganado por transacciones propietarias (principal investments) como un porcentaje del ingreso total | ✓ | |
| Índices de Ganancias y Rentabilidad | | | |
| ROAE Ajustado | Ingreso neto reportado, excluyendo operaciones descontinuadas y cargos extraordinarios únicos y los efectos de CVA/DVA, como un porcentaje del capital promedio reportado | ✓ | |
| Utilidad Operativa/Capital Promedio | Utilidad antes de impuesto antes de ingreso y gastos no recurrentes y no operativos como un porcentaje de capital promedio reportado | ✓ | |
| Gasto/Ingreso Operativo | Gastos operativos (incluyendo gasto de intereses) como un porcentaje de ingreso total | ✓ | |
| Compensación/Ingreso Neto | Compensación pagada en el periodo como un porcentaje de ingreso neto, aislado de compensación de corredores y negociantes cuando posible | ✓ | |
| Margen EBITDA | EBITDA con ajustes para cargos significativos no de efectivo, como gastos de compensación que no sean en efectivo, como un porcentaje del ingreso total | | ✓ |
| Deuda Bruta/EBITDA | Deuda bruta dividida por EBITDA, con ajustes para cargos significativos no en efectivo como gastos de compensación que no sean en efectivo | | ✓ |
| Índices de Capitalización y Apalancamiento | | | |
| Apalancamiento Bruto | Total activos dividido por capital total | ✓ | |
| Apalancamiento Bruto Tangible | (Activos tangibles más extrapolaciones por derivados, contratos de readquisición revertida y valores prestados)/FCC | ✓ | |
| | Activos tangibles corresponde a activos totales menos crédito mercantil e intangibles | ✓ | |
| | Derivados, contratos de retroventa y valores prestados son extrapolados (gross up) para cualesquiera montos <i>netting</i> que puedan de otra manera ser excluidos de montos reportados en el balance | ✓ | |
| Apalancamiento Ajustado | (Activos tangibles – contratos de retroventa)/FCC | ✓ | |
| Apalancamiento Ajustado Neto | (Activos tangibles – contratos de retroventa – valores prestados)/FCC | ✓ | |
| Índice de capital Nivel I ^a | Índice como reportado a los reguladores en la jurisdicción relevante; el cálculo es: capital común como definido por los reguladores locales como un porcentaje de activos de riesgo ponderado como definido por los reguladores locales. | ✓ | |
| FCC/RWA* | FCC dividido por activos de riesgo ponderado como reportado al regulador en la jurisdicción relevante. | ✓ | |
| Deuda Bruta/EBITDA | Deuda bruta dividida por EBITDA, con ajustes para cargos significativos no en efectivo como gastos de compensación que no sean en efectivo | | ✓ |

^a Aplicable solamente para aquellas entidades sujetas a la regulación de Basilea.
Fuente: Fitch.

Índices de Sociedades de Corretaje de Valores (continúa)

| Métrica | Definición | Firmas con Alto Uso de Balance | Firmas con Bajo Uso de Balance |
|---|--|--------------------------------|--------------------------------|
| Índices de Financiación y Liquidez | | | |
| Activos Líquidos/Financiación ST | Total activos menos activos líquidos (definidos a continuación) como un porcentaje de fondeo al por mayor debido en 12 meses | ✓ | ✓ |
| | Activos ilíquidos típicamente incluyen deuda de alto rendimiento + inversiones banco comercial, capital + títulos de mercado emergente + préstamos al consumo + préstamos bancarios + crédito mercantil + intangibles + derivados de grado especulativo valorados al mercado + otros activos + activos residuales no de grado de inversión | ✓ | |
| Financiación LT Activos Ilíquidos | Capital y préstamo de largo plazo como un porcentaje de activos líquidos (como definido anteriormente) | ✓ | |
| EBITDA Ajustado/Gasto de Intereses | EBITDA con ajustes para artículos significativos no en efectivo, como gastos de compensación no en efectivo, como un múltiplo de gasto de intereses. | | ✓ |

* Aplicable solamente para esas entidades sujetas a la regulación de Basilea.
Fuente: Fitch.

Balance Simplificado y Cálculo de Índices de Capitalización

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

Fuente: Fitch

Índices de Fondo Alternativo

| Métrica | Definición | Todos los Fondos Alternativos | Fondos de Cobertura |
|---|--|-------------------------------|---------------------|
| Índices de Desempeño de Activo | | | |
| Rendimiento Ingreso Variable | Comisiones de Desempeño / AUM Promedio | ✓ | |
| Desempeño Fondo | Ingresos 1 año, 5 años y 10 años | ✓ | |
| Desviación Estándar de Ingresos | Desviación Estándar de Ingresos | ✓ | |
| Índice <i>Sharpe</i> | (Tasa de Ingreso – Tasa Libre de Riesgo) / Desviación Estándar | | ✓ |
| Índices de Ganancias y Rentabilidad | | | |
| Ingreso sobre Activos Promedio | Ingreso Neto/Activos Promedio | ✓ | |
| Ingreso sobre Capital Promedio | Ingreso Neto/Capital Promedio | ✓ | |
| Índices de Capitalización y Apalancamiento | | | |
| Capitalización NAV | Valor Neto de Activo de Fondo/Activos Totales | ✓ | |
| Apalancamiento Ajustado | (Total Activos - Contratos de retrocompra)/Valor Neto de Activos | ✓ | |
| Sensibilidad NAV a VaR | VaR Promedio de Periodo de Negociación/Valor Neto de Activos | | ✓ |
| Sensibilidad NAV a VaR Estresado | Altos VaRs añadidos juntos linealmente, ajustado a 99%, multiplicado por la raíz cuadrada de 10, multiplicado por 8, comparado con Capital Tangible excluyendo Fideicomiso preferido | | ✓ |
| Apalancamiento Balance General | Total Pasivos Generadores de Interés/Valor Neto Activo | ✓ | |
| Apalancamiento Bruto <i>Long-Only</i> | Posiciones Brutas de Larga Inversión/Valor Neto Activo | | ✓ |
| Apalancamiento Neto <i>Long-Only</i> | (Posiciones Brutas de Larga Inversión – Posiciones Brutas Cortas)/Valor Neto Activo | | ✓ |
| Apalancamiento Bruto | Valor Neto Activo | | ✓ |
| Apalancamiento Neto de Deuda | (Total Pasivos – Activos en Prenda)/Valor Neto Activo | ✓ | |
| Dependencia Fondeo Garantizado | Pasivos Garantizados Generadores de Interés/Activos Totales | ✓ | |
| Cobertura Activo | (Activos Totales – Pasivos actuales)/Pasivos de largo plazo | ✓ | |
| Cobertura Activo No Gravado | Activos No Gravados/Deuda no garantizada | ✓ | |
| Índices Fondeo y Liquidez | | | |
| Cobertura Efectivo y Valores no Gravados | (Efectivo + Activos No Gravados)/Deuda No Garantizada | ✓ | |
| Activos Ilíquidos | Total Activos Ilíquidos/Valor Neto Activos | | ✓ |
| | Los activos ilíquidos no son activamente cotizados en el mercado y típicamente incluyen: capital propiedad en exceso del 5% de compañía; capital privado o inversiones en banco comercial; bonos de alto rendimiento; préstamos totales y apalancados; valores en mercados emergentes; CDOs; CLOs, CMOs; emisiones de deuda de <i>mezzanine</i> ; <i>swaps</i> de incumplimiento de crédito; <i>swaptions</i> ; <i>swaps</i> de ingreso total; <i>Swaps</i> de correlación/diferencia; contratos de energía sin cotizaciones activas; inversiones de reaseguro; e inversiones en otros fondos. | | |
| Activos Nivel 1 | Activos Nivel 1/Valor Neto Activo | | ✓ |
| Propiedad afiliada | Capital invertido por Directivos y Empleados/Valor Neto Activo | ✓ | |
| Concentración de cartera | Diez Mayores Inversiones/Valor Neto Activo | ✓ | |

Fuente: Fitch.

Índices de Compañía de Desarrollo de Negocio

| Métrica | Definición |
|---|--|
| Índices de Calidad de Activos | |
| Activos no productivos, al Costo | Activos no productivos/Cartera, al Costo |
| Activos no productivos, a Valor Justo | Activos no productivos/Cartera, a Valor Justo |
| Ganancias (Pérdidas) Netas de Cartera | Ganancias Netas Realizadas/Cartera Promedio, al Valor |
| Marcas Netas de Valuación de Cartera | Apreciación (Depreciación) Neta No Realizada/Cartera Total, al Costo |
| Concentraciones de Cartera | 10 Inversiones Tope de Cartera, al Valor/Capital |
| Crecimiento de Cartera | (Fin de Cartera de Inversión /Inicio de Cartera de Inversión)-1 |
| Índices de Ganancias y Rentabilidad | |
| Rendimiento de Intereses | Ingreso por Intereses/ Cartera Generadora de Intereses, al Costo |
| Rendimiento de Ingreso de Inversión | Ingreso por Inversión/Cartera Promedio, al Costo |
| Rendimiento de Ingreso Neto de Inversión | Ingreso Neto por Inversión/Cartera Promedio, al Costo |
| Ganancias Fundamentales | Ingreso por Intereses/Total Ingreso por Inversión |
| Eficiencia Operativa | Gastos operativos e incentivos /Cartera Promedio, al Costo |
| Índice de Compensación | Compensación/ Cartera Promedio, al Costo |
| Ganancia sobre Activos Promedio | Ingreso Neto/Activos Promedio |
| Ganancia sobre Capital Promedio | Ingreso Neto/Capital Promedio |
| Índices de Capitalización y Apalancamiento | |
| Apalancamiento | Pasivos Generadores de Intereses/Total Capital |
| Apalancamiento Neto | (Pasivos - Efectivo Generadores de Intereses)/Total Capital |
| Apalancamiento de Flujo de Efectivo | Pasivos Generadores de Intereses /EBITDA |
| Apalancamiento Neto de Flujo de Efectivo | (Pasivos - Efectivo Generadores de Intereses)/EBITDA |
| Índice de Cobertura de Activo | (Activos – Pasivos Corrientes)/Deuda de Largo Plazo |
| Sensibilidad a Tope de Apalancamiento | (Capital – Pasivos Generadores de Intereses)/Cartera, al Valor |
| Sensibilidad a Tope de Apalancamiento, Neto | (Capital – Pasivos Generadores de Intereses - Efectivo y Equivalentes)/Cartera, al Valor |
| Cobertura de Activo No Gravado | Activos No Gravados/Deuda No Garantizada |
| Apalancamiento de Capital Fundamental según Fitch | Pasivos brutos generadores de intereses/Capital Fundamental según Fitch |
| Índices de Financiación y Liquidez | |
| Cobertura de Intereses | EBITDA/Gasto de Intereses |
| Mezcla de financiamiento | Deuda No Garantizada/Deuda Total |
| Cobertura de Ganancias de Dividendo | Ingreso Neto de Inversión/Dividendos Declarados |
| Cobertura de Ganancias en Efectivo de Dividendo* | (Ingreso Neto de Inversión – Ganancias no en efectivo + Gastos no en efectivo)/Dividendos Declarados |
| Cobertura Total de Dividendo* | (Ingreso Neto de Inversión – Ganancias no en efectivo + Gastos no en efectivo + Ganancias [Pérdidas] Netas Realizadas)/Dividendos Declarados |
| Ingreso No en Efectivo ^a | Ingreso no en efectivo/Ingreso por intereses y dividendos |

^a Hacer ajustes para ganancias no en efectivo recibidas en efectivo, cuando disponible. Fuente: Fitch.

Índices de Compañía Financiera y de Arrendamiento

| Métrica | Definición | Financiación | Arrendam | Servicios |
|--|---|--------------|----------|-----------|
| Índices de Calidad de Activos | | | | |
| Índice de Morosidad | Créditos o Arrendamientos Clasificados como Vencidos al menos 30 días/Créditos o Arrendamientos Brutos al Final del Periodo | ✓ | ✓ | ✓ |
| Índice de activos en problemas | Créditos o Arrendamientos donde el Ingreso ha dejado de devengarse, el Crédito ha sido Reestructurado o la cuenta por cobrar es considerada de otra manera dañados/ Créditos o Arrendamientos al Final del Periodo | ✓ | ✓ | ✓ |
| Índice de Costo de Crédito | Cambios provisiones sobre Créditos o Arrendamiento/Créditos o Arrendamientos antes de final del periodo | ✓ | ✓ | ✓ |
| Porción no cubierta de créditos deteriorados | (Créditos y arrendamientos deteriorados - Reservas Asociadas)/Capital fundamental según Fitch | ✓ | ✓ | ✓ |
| Tasa Bruta de Castigos | Castigos Brutos del Crédito /Créditos Promedio durante el Periodo | ✓ | ✓ | ✓ |
| Tasa Neta de Castigos | (Castigos Brutos de Crédito - Recuperaciones)/Créditos Promedio durante el periodo | ✓ | ✓ | ✓ |
| Índice de Reservas de Activos deteriorados | Reservas de Créditos/Activos deteriorados | ✓ | ✓ | ✓ |
| Índice de Reserva | Reservas de Créditos/Créditos Brutos Finales | ✓ | ✓ | ✓ |
| Cobertura de Reserva | Reservas de Créditos/ Castigos Netos Anualizados | ✓ | ✓ | ✓ |
| Cobertura de Reserva de Créditos Deteriorados | Reservas Activos deteriorados/Créditos y Arrendamientos Deteriorados | ✓ | ✓ | ✓ |
| Tasa Ganancia (Pérdida) en Residuales | Ganancia o Pérdida sobre el residual sobre Venta de Vehículos y Equipos /Valor Depreciado de los Activos Vendidos | | ✓ | |
| Índices de Ganancias y Rentabilidad | | | | |
| Utilidad sobre Activos Promedio ^a | Utilidad Neta Reportada/Activos Promedio | ✓ | ✓ | ✓ |
| Utilidad sobre Capital Promedio | Utilidad Neta Reportada/Capital Promedio | ✓ | ✓ | ✓ |
| Margen de Ingreso ajustado al riesgo | (Ingreso Neto Intereses – Provisión Gastos)/Activos Promedio Generadores de Intereses | ✓ | ✓ | ✓ |
| Tasa de deterioro | Cargos por provisiones para Créditos y Arrendamientos/Ganancias antes de provisiones | ✓ | ✓ | ✓ |
| Margen Neto de Intereses | Ingreso Neto Intereses/Activos Promedio Generadores de Intereses | ✓ | ✓ | ✓ |
| Margen EBITDA | Ganancias antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización/(Ingresos) | ✓ | ✓ | ✓ |
| Margen de Utilidad antes de Impuestos | Ingreso Operativo antes de Impuestos/Ingresos Totales | ✓ | ✓ | ✓ |
| Índice de eficiencia | Gastos Operativos/Ingreso Neto Operativo | ✓ | ✓ | ✓ |
| Índice gasto operativo ^b | Gastos Operativos/Créditos Promedio | ✓ | ✓ | ✓ |
| Índice gasto depreciación | Gastos de Depreciación/Ingresos Totales | | ✓ | |
| Tasa depreciación de activos | Equipo Bruto Productor de Ingreso/Gasto Anualizado de Depreciación | | ✓ | |
| Contribución Ganancia (Pérdida) Valor Residual | Ganancia o Pérdida sobre el residual en Venta de Vehículos y Equipo /Utilidad Neta Reportada | | ✓ | |
| Índices de Capitalización y Apalancamiento | | | | |
| Apalancamiento del Balance | (Deuda Reportada + Porción de Deuda de Capital Híbrido)/(Capital Total + Porción de Capital de Capital Híbrido) | ✓ | ✓ | ✓ |
| Apalancamiento Tangible del Balance | (Deuda Reportada + Porción de Deuda de Capital Híbrido)/(Total Capital Accionistas – Crédito Mercantil – Intangibles + Porción de Capital de Capital Híbrido) | ✓ | ✓ | ✓ |
| Apalancamiento del Capital Fundamental según Fitch ^b | (Deuda Reportada + Fondeo fuera de Balance)/Capital fundamental según Fitch | ✓ | ✓ | ✓ |
| | El Capital Fundamental según Fitch (FCC) iguala el capital reportado menos capital híbrido menos participaciones minoritarias que no absorben pérdidas menos activos fiscales netos diferidos relacionados con las pérdidas netas operativas cargadas por adelantado (si están disponibles y a un valor mínimo de cero), de otra manera los activos fiscales netos diferidos en su totalidad (a un valor mínimo de cero), menos crédito mercantil y otros intangibles (incluyendo derechos de cumplimiento de hipoteca) menos partes de primera pérdida de bursatilizaciones dentro y fuera del balance menos componente crediticio del cambio al valor justo sobre la propia deuda de una entidad financiera menos el valor neto de activo de compañías de seguro tenidas menos el valor intrínseco de negocios de seguro. | | | |
| Apalancamiento flujo de efectivo | Deuda Total/Ganancias antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización | ✓ | ✓ | ✓ |
| Índice tangible de capitalización ^a | (Total Capital Accionistas – Crédito mercantil- Intangibles)/Activos Tangibles Administrados | ✓ | ✓ | ✓ |
| Índice de Capitalización de Capital fundamental según Fitch ^a | Capital Fundamental según Fitch/(Activos final periodo – Crédito mercantil - Intangibles) | ✓ | ✓ | ✓ |
| Índice de Capital Fundamental según Fitch y de Capitalización de Reserva | (Capital Fundamental según Fitch + Reservas de Pérdida de Crédito)/Activos tangibles final periodo | ✓ | ✓ | ✓ |
| Generación interna de capital | (Ingreso neto - Dividendos – Recompras de acciones netas)/Capital antes del Periodo | ✓ | ✓ | ✓ |

^a Para Compañías Financieras y de Arrendamiento que activamente bursatilizan activos que están fuera del balance (usualmente compañías financieras y de arrendamiento basadas en EEUU), activos administrados (definidos como activos reportados en el balance menos crédito mercantil e intangibles más cuentas por cobrar bursatilizadas fuera del balance con recurso) pueden ser usados para reemplazar cifras reportadas del balance. ^b Para compañías financieras y de arrendamiento que bursatilizan activamente activos que están fuera del balance, créditos administrados (créditos reportados en el balance más créditos fuera del balance con recurso) pueden ser usados para reemplazar cifras reportadas del balance. Adicionalmente, la deuda administrada, (deuda reportada en el balance más deuda fuera del balance con recurso) puede ser usada para reemplazar cifras reportadas en el balance. Fuente: Estados Financieros de las Empresas.

Índices de Compañía Financiera y de Arrendamiento (continuación)

| Métrica | Definición | Financiación Comercial y al Consumo | Arrendamiento | Servicios Financieros |
|---|---|-------------------------------------|---------------|-----------------------|
| Financiación y Liquidez | | | | |
| Dependencia del Financiamiento a Corto Plazo | Deuda con un Vencimiento Original de Menos de Un Año/Total de Pasivos que generan Intereses | ✓ | ✓ | ✓ |
| Total de Dependencia del financiamiento a Corto Plazo | (Deuda de Corto Plazo + Porción Actual de Deuda de Largo Plazo)/Total de Pasivos que generan Intereses | ✓ | ✓ | ✓ |
| Cobertura de Deuda de Corto Plazo | Activos líquidos/Deuda de corto plazo | ✓ | ✓ | ✓ |
| Uso de Deuda No Garantizada | Deuda No Garantizada por Activos /Total Pasivos que generan Intereses | ✓ | ✓ | ✓ |
| Cobertura de Respaldo CP | Líneas de Fondeo Comprometidas y No Usadas/Total Papel Comercial por pagar | ✓ | ✓ | ✓ |
| Índice de Cobertura de Liquidez | (Activos líquidos + Líneas de Fondeo Comprometidas y No Usadas)/(Deuda de corto plazo + Porción actual de Deuda de Largo Plazo) | ✓ | ✓ | ✓ |
| Activos Gravados | Activos Gravados/Total Activos | ✓ | ✓ | ✓ |
| Cobertura de Activos No Gravados | Monto de Activos Libres de cualquier Gravamen/Deuda No Garantizada | ✓ | ✓ | ✓ |
| Cobertura de Cargo Fijo | (Ingreso antes de Impuestos + Gasto de Intereses + Otros Cargos Fijos)/(Gasto de Intereses + Otros Cargos Fijos) | ✓ | ✓ | ✓ |
| Cobertura de Intereses | Ganancias antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización/Gasto de Intereses | ✓ | ✓ | ✓ |
| Índice de Pago de Dividendos en Dividendos | Dividendos/Utilidad Neta Reportada | ✓ | ✓ | ✓ |
| Índice Combinado de Pago de Dividendos | (Dividendos + Recompras de Acciones Netas)/Utilidad Neta Reportada | ✓ | ✓ | ✓ |

^a Para Compañías Financieras y de Arrendamiento que activamente bursatilizan activos que están fuera del balance (usualmente compañías financieras y de arrendamiento basadas en EEUU), los activos administrados (definidos como activos reportados de balance menos crédito mercantil e intangibles más cuentas por cobrar fuera del balance con recurso) pueden ser usados para reemplazar cifras reportadas del balance. ^b Para compañías financieras y de arrendamiento que bursatilizan activamente activos que están fuera del balance, los créditos administrados (créditos reportados en el balance más créditos fuera del balance con recurso) pueden ser usados para reemplazar cifras reportadas del balance. Adicionalmente, la deuda administrada (deuda reportada del balance más deuda fuera del balance con recurso) pueden ser usada para reemplazar cifras reportadas del balance. Fuente: Estados Financieros de las empresas.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN 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 LOS TÉRMINOS DE USO DE DICHAS CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN EL SITIO WEB DE LA AGENCIA WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PUBLICADAS, LOS CRITERIOS Y LAS 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 OTRAS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS RELEVANTES TAMBIÉN ESTÁN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A SUS TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE ESTE SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN LA PÁGINA DE RESUMEN PARA ESTE EMISOR EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2015 por Fitch Ratings, Inc., Fitch Ratings Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, NY, 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. Al emitir y mantener 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 un valor determinado o en una determinada jurisdicción. La manera en que la investigación factual de Fitch y el alcance de la verificación de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza del valor calificado y su emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en la que el valor calificado se ofrece y coloca y/o donde el emisor está ubicado, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor y a 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 verificaciones pre-existentes de terceros como reportes de auditoría, cartas de procedimientos acordados, valuaciones, reportes actuariales, reportes de ingeniería, opiniones legales y otros reportes provistos por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación de terceros independientes y competentes con respecto al valor particular o en la jurisdicción particular del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de las 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 el trabajo de expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a asuntos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan asunciones 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 ser afectadas por eventos o condiciones futuros que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información en este reporte se proporciona "tal cual" sin ninguna declaración o garantía de ninguna clase. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un valor. Esta opinión se basa en criterios y metodologías establecidos que Fitch evalúa y actualiza continuamente. Por lo tanto, las calificaciones son producto del trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación. La calificación no trata el riesgo de pérdida debido a los riesgos distintos al riesgo crediticio, a menos de que dicho riesgo se mencione específicamente. Fitch no está involucrado en la oferta o venta de ningún valor. Todos los reportes 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 para propósitos de contacto solamente. Un reporte con una calificación de Fitch no es un ni un prospecto de emisión ni un sustituto de la información ensamblada, verificada y presentada a los inversionistas por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los valores. 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 ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier valor. Las calificaciones no comentan sobre la idoneidad del precio de mercado, la idoneidad de ningún valor para un inversionista en particular, o la naturaleza de exención fiscal o gravabilidad de los pagos efectuados en relación con cualquier valor. Fitch recibe honorarios de los emisores, aseguradores, garantes, otros obligados y agentes por calificar valores. Dichos honorarios generalmente varían desde USD\$1,000 a USD\$750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En ciertos casos, Fitch calificará todas o un número de emisiones emitidas por un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual única. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD\$10,000 y USD\$1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituirá el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en relación con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de valores de Estados Unidos, la Ley de Mercados y Servicios Financieros (*Financial Services and Markets Act*) de 2000 del Reino Unido o las leyes de valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la eficiencia relativa de la publicación y distribución electrónica, la investigación de Fitch puede estar disponible hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.