

Metodología Global 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	5
II. Evaluación Individual	12
III. Soporte	100
IV. Calificaciones de Emisión	111
Anexo 1: Calificación de Instituciones Financieras por Arriba del Soberano	122
Anexo 2: Revisiones de Grupo/Pares	123
Anexo 3: Información utilizada para emitir y mantener las calificaciones	124
Anexo 4: Uso de pruebas de estrés y otras herramientas en el proceso de calificación	125
Anexo 5: Metodologías relacionadas	127
Anexo 6: Índices financieros y definiciones por subsectores	128

Esta metodología reemplaza la metodología maestra titulada "Global Non-Bank Financial Institutions Rating Criteria", de fecha abril 2015, y los informes de metodología de subsectores titulados "Financial Market Infrastructure Company Rating Criteria" de fecha marzo 2015, y el reporte titulado "Criteria for Rating U.S. Mortgage REITs" de fecha febrero 2015. Los cambios relacionados con los informes reemplazados son principalmente para efectos de presentación en vez sustanciales., aunque Fitch ha incluido transparencia analítica adicional con la introducción de indicadores financieros cuantitativos de puntos de referencia de por categoría de calificación para cada uno de los 5 subsectores de instituciones financieras no bancarias cubiertas en este documento. Los cambios clave se listan en la página 2 de este reporte.

Metodologías y Reportes Relacionados

Metodología de Calificación Global de Bancos (Octubre 2016)

Feedback Report: Global Non-Bank Financial Institutions Rating Criteria (Julio 2016)

Para criterios adicionales relacionados, ver Anexo 6, página 128.

Alcance

Este informe de metodología describe el enfoque analítico global de Fitch Ratings para calificar instituciones financieras no bancarias, incluyendo sociedades de corretaje de valores, administradores de inversiones (incluyendo compañías administradoras de inversiones y fondos de inversión como se describe en las páginas 14-15), empresas de desarrollo de negocios, compañías de financiamiento y arrendamiento (incluidos fideicomisos de inversión inmobiliaria hipotecaria (REITS por sus siglas en inglés) e instituciones de política económica), y compañías de infraestructura de mercados financieros (FMI por sus siglas en inglés).

Con la excepción de un número limitado de instituciones financieras con licencias bancarias, los criterios que se analizan en el presente informe no aplican a bancos; los criterios de calificación que se detallan en la metodología de Fitch titulada "Metodología de Calificación Global para Bancos", o a compañías de seguros o REITS de capital.

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 instituciones financieras, la evaluación del apetito de riesgo y del perfil financiero de una empresa es más propio del subsector en donde opera la empresa.

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.

Analistas

Global

David Weinfurter
+44 20 3530 1505
david.weinfurter@fitchratings.com

Norteamérica

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

Meghan Neenan, CFA

+1 212 908-9121
meghan.neenan@fitchratings.com

EMEA

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

Latinoamérica

Alejandro Garcia
+52 81 8399 9100
alejandro.garcia@fitchratings.com

APAC

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

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

Deuda 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 puede bajar de *notch* (escala en la calificación) si hay 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. Los cambios claves para los criterios actuales se enlistan en la tabla a continuación.

Cambios clave propuestos a los criterios

Cambio clave	Impacto directo en la calificación
<p>Consolidación de los criterios para infraestructura del mercado financiero (FMI) y de fideicomisos de inversión inmobiliaria hipotecaria (REIT): La metodología actualizada consolida los reportes de criterios por sub-sector que cubren a los FMIs y a los REITs hipotecarios, lo que proporciona un panorama más cohesivo de la evaluación de instituciones financieras no bancarias de Fitch, y da lugar a una reducción en el número de páginas de criterios cubriendo el espacio de instituciones financieras no bancarias. Para los FMIs, se presenta un marco de calificación separado. Para los REITs hipotecarios, el marco de calificación se ha consolidado dentro del marco de calificación de compañías financieras y de arrendamiento.</p>	Ninguno
<p>Puntos de Referencia de Índices Financieros Ampliados: Los criterios actualizados proporcionan un conjunto ampliado de puntos de referencia de índices financieros por subsector. Aún si los puntos de referencia por lo regular revelan las susceptibilidades generales de Fitch respecto a determinada medida financiera, las calificaciones continúan reflejando una combinación de consideraciones cualitativas y cuantitativas, y por lo tanto, es posible que un emisor pueda exceder o no alcanzar ciertas medidas financieras para una calificación determinada.</p>	Ninguno
<p>Incorporación del Marco de Gobierno Corporativo: Fitch ha incorporado integralmente en este reporte su enfoque para evaluar el gobierno corporativo en instituciones financieras no bancarias. Por consiguiente, este reporte ya no incorpora por referencia la metodología individual intersectorial, “Evaluando el Gobierno Corporativo”. El enfoque de Fitch para evaluar el gobierno corporativo en instituciones financieras no bancarias ha quedado mayormente sin cambios y continúa enfocándose en la efectividad de supervisión del consejo, los informes financieros y las transacciones de partes relacionadas.</p>	Ninguno

Fuente: Fitch.

Este documento es una traducción del reporte titulado “Global Non-Bank Financial Institutions Rating Criteria”, publicado el pasado 15 de julio de 2016.

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:

- IDR de largo plazo
- IDR 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](#).

Fitch generalmente adopta un enfoque de “el más alto de” en la asignación de IDRs de largo plazo a instituciones financieras no bancarias. Específicamente, Fitch 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 si no existen restricciones extraordinarias representadas por el Techo País (Country Ceiling).

II. Evaluación Individual

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

- Entorno Operativo
- Perfil de la 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 las emisiones 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

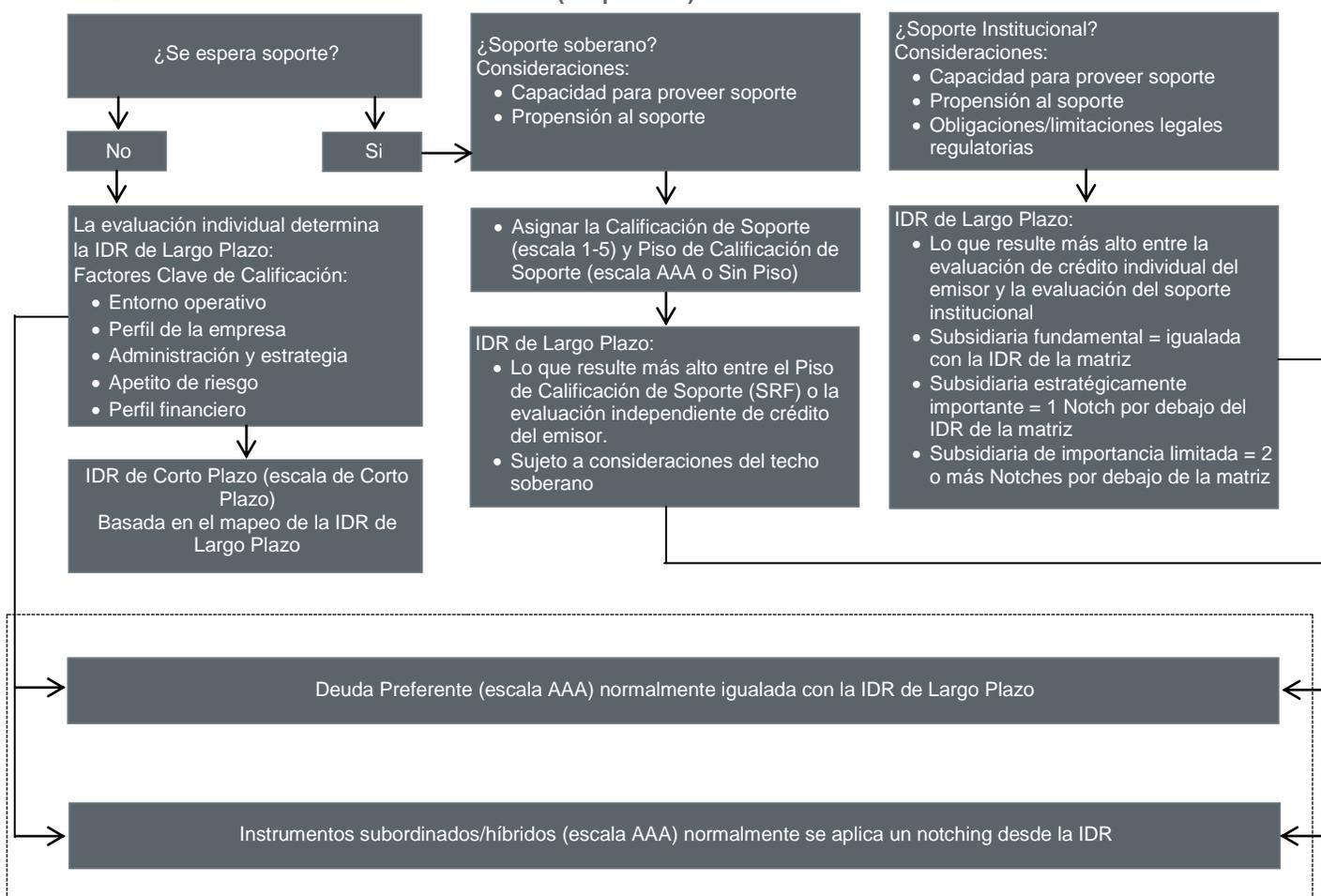
[Haga clic aquí](#) para información adicional sobre aspectos específicos de la metodología de calificación de instituciones financieras no bancarias, un resumen de puntos de referencia (benchmarks) y medidas cuantitativas de instituciones financieras no bancarias por subsector e información sobre ciertos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

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 reflejan: 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 acreditado pagará, en vez de renovar, las líneas de crédito a su vencimiento. Segunda, Fitch no esperaría generalmente que hubiera un alto nivel de transparencia sobre si una entidad ha “incumplido” con una deuda intragrupo, 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 acreditado.

Acreedores privados vs acreedores del gobierno

Las instituciones financieras no bancarias se fondean 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 restructuración 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

EnCuál 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

1.2. 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 tabla a la izquierda).

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.

1.3. 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

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.

Calificaciones de Viabilidad, ver la “Metodología de Calificación Global de Bancos” de octubre2016.

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 la siguiente tabla).

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 obedeciendo a los factores descritos en la Sección III.1. 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 IDRs 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. Por ejemplo, Fitch puede asignar una SRF a una FMI con licencia bancaria para la cual podría esperarse soporte soberano. 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 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 por parte de una institución financiera no bancaria se define como cualquiera de los siguientes:

- La falta de pago (omisión o diferimiento) de un cupón o distribución similar.
- Conversión contingente a un instrumento más 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 la convención del mercado y la regulación local.

Cuando una institución financiera no bancaria (o corporativo) tiene una IDR de largo plazo de 'B+' o menor, Fitch también por lo regular asigna una Calificación de Recuperación (RR, por sus siglas en inglés: *Recovery Rating*) a las emisiones de la entidad calificadas en la escala de largo plazo. Las 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 calificaciones bajas.

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

El enfoque de Fitch para asignar calificaciones de emisión a distintas clases de 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: entorno operativo, perfil de la empresa, administración y 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 el perfil financiero de una empresa es más propio del subsector en donde opera la empresa.

Puede haber casos en donde la evaluación del perfil crediticio de una entidad incluya componentes de la metodología para bancos e instituciones financieras no bancarias. Por ejemplo, los FMI con licencia bancaria pueden utilizar los criterios bancarios como criterios de calificación principales, como cuando tienen depósitos materiales y realizan actividades bancarias.

Además, varias entidades no bancarias se han transformado en empresas tenedoras bancarias/financieras y/o subsidiarias bancarias adquiridas desde la crisis financiera en un esfuerzo por tener acceso a un fondeo de depósitos más estable. Algunos ejemplos incluyen a compañías de tarjetas de crédito, empresas de financiamiento de autos, prestadores comerciales y corredores de bolsa. En estos casos, Fitch considera la manera en que el perfil crediticio de la entidad se compara con los bancos y las instituciones financieras no bancarias que realizan actividades similares. En cualquier caso, Fitch esperaría señalar los criterios principales en el Comentario de Acción de Calificación relacionado y, si es pertinente, en el Navegador de Calificaciones (*Ratings Navigator*).

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

Fitch no utiliza ponderaciones preestablecidas para cada factor 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.

Consideraciones clave del marco de calificación de incumplimiento del emisor

	Sociedades de Corretaje de Valores	Administradores de Inversiones	BDCs	Financiamiento y Arrendamiento	FIMs
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	Riesgos Operativos, de Reputación y Legales
	Controles de riesgo	Controles de riesgo	Controles de riesgo	Controles de riesgo	N/A
	Crecimiento				
	Riesgo de Mercado	Riesgo de Mercado y Riesgo de Contraparte	Riesgo de Mercado	Riesgo de Mercado	Gestión de Riesgos de Contraparte
Perfil Financiero	Calidad de activos	Desempeño de activos	Calidad de activos	Calidad de activos	Exposición por riesgo de Contraparte
	Ganancias y rentabilidad				
	Capitalización y apalancamiento				
	Fondeo, liquidez y cobertura				

^a Incluye administradores de activos alternativos y tradicionales (IMs), compañías administradoras de inversiones (ICs) y fondos de inversión (IFs).

^b Incluye fideicomisos de inversión inmobiliaria hipotecaria (REITs). Fuente: Fitch.

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.

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 cinco subsectores, pero reconoce que puede haber emisores cuyo modelo de negocio abarque varios componentes de estos subsectores o que se encuentren fuera de los cuatro subsectores. En estos casos, Fitch emplea un enfoque analítico híbrido o hecho a la medida, lo cual se describiría en el Comentario de Acción de Calificación sobre el emisor.

Los cinco subsectores de las instituciones financieras no bancarias son: sociedades de corretaje de valores, administradores de inversiones, BDCs, por sus siglas en inglés: *business development companies*, las cuales únicamente existen en los Estados Unidos de América,

compañías de financiamiento y arrendamiento y FMI. Las compañías financieras y de arrendamiento incluyen los REITs hipotecarios. FMI incluyen cambios, centros de compensación financiera (clearing houses) y depositarios de valores centrales (CSDs por sus siglas en inglés).

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

Las compañías administradoras de inversiones suelen utilizar capital permanente para asumir riesgo de balance/inversión mientras que buscan crear valor a través de la revalorización de activos y los ingresos por dividendos e intereses. Las compañías administradoras de inversiones que están relativamente concentradas (cinco a 10 inversiones) tienen la capacidad de ejercer cierta influencia sobre las compañías de portafolios y presentar periodos de inversiones que por lo general se extienden durante varios años, y pueden ser calificadas por el grupo de *corporativos* de Fitch bajo la metodología titulada "Rating Investment Holding Companies" de fecha 25 de marzo de 2014. La magnitud de las inversiones subyacentes en instituciones financieras también puede tener influencia al momento de decidir aplicar la metodología de Fitch "Metodología Global de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias" o "Rating Investment Holding Companies".

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

	Fondos Cerrados y Estructuras de Valor de Mercado	Administradores de Inversiones Tradicionales	Administradores de Inversiones Alternativos	Fondos de Inversión	Compañías Administradoras de Inversiones	Compañías tenedoras de Inversiones	
Marco Analítico	Administradores de Fondos y Activos	Instituciones Financieras	Instituciones Financieras	Instituciones Financieras	Instituciones Financieras	Finanzas Corporativas	
Criterios Aplicables	"Rating Closed-End Funds and Market Value Structures," de mayo 2016	"Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias," de octubre 2016	"Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias," de octubre 2016	"Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias," de octubre 2016	"Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias," de octubre 2016	"Rating Investment Holding Companies," de mayo 2014	
Modelo de Negocio	Riesgo de Balance	Alto	Bajo	Bajo a Medio	Alto	Alto	Alto
Principales Fuentes de Ingreso	Revalorización de activos realizada/no-realizada, dividendos e ingresos por intereses	Cuotas de administración base	Cuotas de administración base y de desempeño	Ganancias comerciales	Revalorización de activos realizada/no-realizada, dividendos e ingresos por intereses	Revalorización de activos realizada/no-realizada, dividendos e ingresos por intereses	
Riesgo de Amortización Anticipada	Bajo	Alto	Bajo	Medio a Alto	Ninguno	Ninguno	
Fortaleza del Marco Regulatorio	Espectro completo	Fuerte	Fuerte	Modesta	Modesta a Fuerte	Modesta a Fuerte	
Cartera de Inversiones	Grado de Diversificación de la Cartera	Espectro completo	Alto a Muy alto	Alto a muy alto	Espectro completo	Espectro completo	Bajo a Medio
Grado de Liquidez de Activos	Espectro completo	Alto a Muy alto	Bajo a Medio	Bajo a Medio	Espectro completo	Espectro completo	Espectro completo
Horizonte de Inversión Típico	Espectro completo	Corto a Mediano	Mediano a Largo	Mediano a Largo	Corto a Mediano	Mediano a Largo	Largo a Permanente
Influencia estratégica en las compañías de portafolios	Baja	Baja a Media	Alta a muy alta	Baja a Media	Baja a Media	Media a Alta	Media a Alta

Los fondos de inversión también invierten su propio capital y asumen el riesgo de balance/inversión asociado pero son típicamente vehículos abiertos sujetos al riesgo de amortización anticipada que buscan obtener rendimientos principalmente a través de ganancias comerciales en un horizonte de inversión más corto. En la práctica, el principal tipo de fondo de inversión al que aplica este enfoque analítico son los fondos de cobertura abiertos. Los fondos de inversión cerrados ampliamente diversificados con marcos regulatorios/estructurales más definidos, mayor liquidez de activos y/o más frecuente rotación de inversión son típicamente calificados por el grupo de Administradores de Fondos y Activos de Fitch bajo la metodología titulada “*Rating Closed-End Funds and Market Value Structures*” de fecha 11 de mayo de 2016.

La tabla en la página anterior resume los distintos tipos de modelos de negocio para el subsector de administradores de inversiones y los criterios de calificación aplicables.

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 [aquí](#). En cambio, las evaluaciones del Apetito de Riesgo y del Perfil Financiero de una institución financiera no bancaria pueden diferir por industria, por lo que estos factores se dividen en cinco subcategorías.

II.1 Evaluación del entorno operativo

La evaluación de Fitch del entorno operativo de una institución considera los siguientes subfactores:

- 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. El entorno operativo sirve en gran medida como un factor limitante de la IDR ya que es raro que la IDR asignada esté significativamente arriba de la evaluación del entorno operativo, independientemente de que tan bien califique el emisor en otros factores o subfactores.

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

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 más robusto que la regulación 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 las evaluaciones generales del entorno operativo, y por lo tanto los IDRs para las instituciones financieras no bancarias en el país sean significativamente más bajas que la calificación soberana. Esto puede ocurrir, por ejemplo, cuando el entorno económico de 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, las Compañías Administradoras de Inversiones y los Fondos de Inversión: Fitch considera que los administradores de inversiones, las compañías administradoras de inversiones y los fondos de inversión globalmente diversificados muestran 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 o 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 de Calificación para Compañías de Financiamiento y de 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 mayor, y probablemente una influencia más alta en la calificación, para las empresas de política económica.

Para las compañías financieras que han elegido el estatus de REIT bajo el Código Tributario del *Internal Revenue Service* (Servicio de Impuestos Internos) de Estados Unidos (i.e. REITs hipotecarios incluyendo REITs hipotecarios comerciales, REITs hipotecarios residenciales y REITs hipotecarios híbridos), Fitch considera el impacto de la legislación fiscal federal de Estados Unidos en los perfiles de crédito. Concretamente, los REITs hipotecarios estadounidenses se benefician de un trato fiscal favorable, ya que no pagan impuestos sobre la renta en la porción del ingreso gravable que se paga como dividendos a los accionistas. En cambio, las distribuciones de dividendos requeridas debilitan la capacidad de retención de capital de las REITs en comparación con otras instituciones financieras que no tienen este requisito. Las calificaciones crediticias pueden cambiar si la legislación fiscal federal afecta los REITs hipotecarios.

Consideraciones Adicionales de Calificación para FMI: Es posible que la solvencia crediticia del soberano tenga menos influencia de calificación de FMI en relación con bancos

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).

u otras instituciones financieras no bancarias, dado que muchas FMIs no tienen por lo general, exposición crediticia significativa a soberanos mediante la tenencia de bonos o colocaciones con bancos centrales. De muchas maneras, las FMIs pueden actuar como empresas de servicios, las cuales improbablemente serán materialmente afectadas por estrés del soberano. De hecho, el desempeño de ciertos subsectores de FMI como las bolsas de valores, puede ser contra-cíclico al perfil de crédito del soberano, ya que puede haber un aumento en la actividad bursátil durante periodos de estrés. Como consecuencia, un FMI puede tener una calificación mayor a la del soberano, con la principal excepción siendo cuando el FMI mantiene la mayoría de su balance financiero o fondo de garantía en valores soberanos, en cuyo caso, la calificación del soberano puede tener una mayor influencia.

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 a la izquierda). 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 (gestión de inversión alternativa). No obstante, otros negocios pueden tener una alta sensibilidad a indicadores determinados, como las tasas de interés (ej. servicios de administración 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 también influencia la calificación soberana, se considera de manera separada porque es un solo factor influenciando la calificación soberana, y es posible que los dos sean evaluados a niveles significativamente diferentes.

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.

Consideraciones Adicionales de Calificación para FMIs: El desarrollo del mercado financiero se considera en el contexto del tamaño, concentración y profundidad del mercado(s) aplicable al negocio de los FMIs y al desarrollo de infraestructura para soportar las respectivas operaciones. Fitch también toma en consideración las barreras de entrada, las cuales aún si

en la actualidad son altas, han disminuido, principalmente en lo que respecta a las bolsas de valores, debido a la globalización de la intermediación y al aumento de la eficiencia de la tecnología.

Marco regulatorio: La evaluación regulatoria de Fitch toma en consideración 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.

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 como un impacto positivo en las calificaciones, la existencia de regulación, ya que puede ejercer disciplina con respecto a las estrategias de operación,

Entorno Operativo

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc e inferiores
Calificación soberana	En línea con la calificación soberana.						
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 económicos.	Opera en una industria inestable y menos avanzada. 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	El entorno regulatorio no está desarrollado, con limitada transparencia.

liquidez y capitalización. La regulación también puede 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 regulación 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 (ej. los administradores de inversiones, compañías financieras comerciales y las BCDs) 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, las Compañías Administradoras de Inversiones y los Fondos de Inversión: Se espera que los cambios regulatorios, particularmente como consecuencia de la crisis financiera, continúen y pudieran impactar una variedad de factores que afectan a los administradores de inversiones, las compañías administradoras de inversiones y los fondos de inversión, incluyendo el panorama de competencia, los requisitos de información financiera, el potencial de ganancias y el fondeo 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 mayores 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, compañía administradora de inversiones o fondo de inversión, los productos ofrecidos/ poseídos y la geografía en donde se distribuyen los productos. Los principales requisitos regulatorios de los productos clave y mercados son factores importantes al evaluar las necesidades de infraestructura y procesos de gestión de cumplimiento, 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, 40 Act*), 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 BDCs, 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 hueco, pero el desequilibrio entre la oferta/demanda ya ha 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, pero 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, nueva regulación con respecto al consumidor le aporta otro nivel de complejidad al modelo de negocios, pues algunas empresas se enfrentan a una regulación formal por primera vez. Fitch considera que la disciplina financiera y escrutinio extra que tal regulación puede generar, puede tener una influencia positiva en las calificaciones, más se espera que el costo de hacer negocios incrementalmente 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.

Consideraciones Adicionales de Calificación para FMIs: Las regulaciones son por lo general más positivas para las calificaciones de FMIs en la medida en que éstas mejoran la transparencia y promueven una mejor gestión de riesgos. De lo contrario, una regulación diseñada para aumentar la competencia podría contribuir a un entorno operativo más retardador para las FMIs. El grado en el cual los reguladores establecen los requerimientos financieros mínimos y las reglas de conducta de los negocios es factor importante de las calificaciones. La medida en la que una cámara de compensación o un CSD no tiene la habilidad de tener preferencia en la prelación del colateral de contraparte en el evento del incumplimiento de esa contraparte, podría ser visto como una limitante de la calificación.

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, el reconocimiento de marca 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 de 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.

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. 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 adecuada en geografías. Operando en mercados de alguna manera menos desarrollados, o tiene ventajas competitivas o poder de fijación de precios limitados en los principales segmentos operativos.	Franquicia moderada en segmento de negocio clave o geografías. Operando en mercados de alguna manera menos desarrollados, o tiene ventajas competitivas y generalmente un tomador 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. Operando en mercados menos desarrollados o no tiene una ventaja competitiva que se distinga. Un historial operativo muy limitado.	Operando en mercados sub-desarrollados o no tiene un valor de franquicia o ventaja competitiva que se distinga. Un historial operativo muy 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 economías estables/avanzadas. Dependencia significativa en negocios inestables.	Estabilidad limitada del modelo de negocio. Puede depender totalmente de negocios o economías inestables.	Modelo de negocio evolucionando rápidamente u operando en un entorno económico inestable.
Estructura organizacional	La complejidad de la estructura organizacional está acorde con el modelo de negocio. Las principales entidades legales existen por claras razones de negocio. Alta visibilidad a principales entidades legales.		Aumentada complejidad en la estructura organizacional. Buena visibilidad a las principales entidades legales.		Complejidad significativa en la estructura organizacional. Potencial visibilidad limitada hacia principales entidades legales.		Estructura organizacional sumamente compleja, opaca o cambiando substancialmente.

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.

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 brinde 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 ve influenciada 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.

Rangos de Calificación de Modelos de Negocio

	Subsectores	Uso del balance general	Típica máxima categoría de	Principales limitaciones de calificación						
				Ciclicidad del negocio	Una sola línea de negocio	Financiamiento mayorista	Riesgo regulatorio	Ilíquidez de activos	Riesgo Contraparte	Riesgo Operacional
Sociedades de corretaje de valores	Corredores de bolsa	Alto	'A' para franquicias globalmente dominantes; si no 'BBB'	✓	✓	✓			✓	
	Corredores de bolsa mayorista	Bajo		✓	✓	✓				
	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'	✓	✓	✓	✓			
	Proveedores de servicios financieros	Bajo		✓	✓	✓	✓			
	Administradores de hipotecas	Bajo		✓	✓	✓	✓			
Compañías de infraestructura del mercado financiero	REITS hipotecarios	Alto	'BBB'	✓	✓	✓	✓			
	Bolsas	Bajo								✓
	Centros de compensación	Bajo (bajo de lado) fondos)							✓	
	CSDs sin licencia bancaria	Garantía	'AA'							✓
	CSDs con licencia bancaria	Mediano (pero generalmente riesgo bajo)						✓		✓

Fuente: Fitch

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 crediticia 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 reportados. Es también probable que la concentración de las operaciones de una institución financiera no bancaria en economías menos desarrolladas pese en la evaluación que Fitch hace del modelo de negocio. Las concentraciones desde el punto de vista de clientes/inversionistas también pueden ser un factor limitante de la calificación.

La evaluación del modelo de negocios de instituciones financieras no bancarias de Fitch será también afectada negativamente si con el tiempo cambia frecuentemente y significativamente (ya sea debido a un desarrollo orgánico o fusiones/adquisiciones) o si el modelo de negocio no parece capaz de generar un rendimiento razonable en el ciclo.

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. Fitch no emplea límites de calificación rígidos explícitos a instituciones financieras no bancarias o a cualquier subsector de las mismas. Sin embargo, la tabla de la página anterior describe las categorías de calificación máxima típicas de Fitch por subsector de instituciones financieras no bancarias.

Consideraciones Adicionales de Calificación para Compañías de Financiamiento y Arrendadoras.: Para los REITs hipotecarios, Fitch evalúa si un emisor es un comprador de préstamos/MBS, proveedor de servicios, proveedor de servicios especiales y/u originador de hipotecas. Fitch ve a los REITs hipotecarios que toman las decisiones de servicio internamente más favorablemente que aquellos que delegan las decisiones de servicio importantes a terceros.

Consideraciones adicionales de calificación para Administradores de Inversiones, Compañías Administradoras de Inversiones y Fondos de Inversión: Es particularmente difícil para los administradores de inversiones tradicionales y alternativos obtener calificaciones por encima de la categoría 'A', incluso cuando hay fortalezas de calificación relativamente significativas, debido a la ciclicidad inherente del modelo de negocio y la importancia de la franquicia (que puede ser sensible a la confidencialidad) para el éxito continuo del negocio. Fitch también observa que durante periodos de estrés de mercado significativo, 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. Dicho esto, los administradores de inversiones con franquicias líderes en múltiples segmentos de negocio, modelos de negocio altamente diversos y estables, limitado riesgo de personal clave, rendimiento extremadamente fuerte e historiales de ganancias a través de múltiples ciclos, niveles de apalancamiento muy fuertes que pueden soportar *shocks* en la calidad de activos y el valor de mercado, con un diverso perfil de fondeo de largo plazo totalmente sin garantías y recursos de liquidez significativos; pueden considerarse consistentes con calificaciones por encima de la categoría 'A'.

Las compañías administradoras de inversiones potencialmente pueden alcanzar calificaciones por encima de la categoría 'A', dada la naturaleza permanente de su capitalización y consiguiente ausencia de riesgo de amortización anticipada, siempre que esto sea combinado con una larga trayectoria de extraordinario desempeño de activos, una fuerte

sobrecolateralización de activos de un grupo diversificado de inversiones, sólida liquidez, muy fuerte cobertura de gastos de intereses y otros gastos de operación de dividendos e ingresos por intereses y limitado riesgo de personal clave .

Consideraciones de Calificación Adicionales para FMIs: Los modelos de negocios de las FMIs se diferencian con base en el tipo de riesgos en los que incurren. Por ejemplo, una bolsa de valores, no está expuesta a riesgo material de contraparte o de balance financiero, mientras que una cámara de compensación está expuesta a riesgo de contraparte en el caso de que un liquidador incumpla. Una cámara de compensación también está expuesta a riesgo de liquidez y de crédito en el caso que no tenga los recursos suficientes para la compensación y liquidación debido al incumplimiento de un miembro liquidador, a fallas operativas o a interrupciones del mercado. Los CSDs proporcionan principalmente servicios de custodia de valores y de liquidación y manejo de acciones corporativas. Un CSD sin licencia bancaria está principalmente expuesto a riesgos asociados con la seguridad y la complejidad operacional, con riesgo de crédito limitado a inversiones en activos financieros. Los CSDs con licencia bancaria también proporcionan instrumentos de crédito, generalmente, descubiertos a corto plazo totalmente garantizados y por lo tanto, están expuestos a un grado de riesgo crediticio de estos servicios.

Los FMIs con una amplia oferta de productos a través de distintas clases de activos y geografías, tenderán a obtener calificaciones más altas que los FMIs que son monolíneas. Esto refleja la diversidad de las fuentes de ingresos de la firma y una potencial sensibilidad menor de los ingresos a los volúmenes de mercado y a los ciclos económicos. Una excepción de esto podría ser una FMI que muestre una proporción dominante en uno o un grupo concentrado de productos o servicios de valores, siempre y cuando esto se traduzca en efectos limitados del volumen de mercado y factores económicos en los ingresos y la rentabilidad.

Estructura organizacional: La estructura de un grupo raramente afecta a una IDR, pero es posible que lo haga cuando el nivel de opacidad y complejidad en la estructura es considerable. La complejidad de la estructura de un grupo no siempre será un factor negativo, pero es posible que, 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, añadan complejidad y limiten la calificación cuando no están en línea con el modelo de negocios.

Cuando la estructura operativa de una institución financiera no bancaria es un posible motor de calificación negativa, Fitch busca entender el porqué de la estructura del grupo y cómo las transacciones intra-grupo pueden tener un impacto en los riesgos asociados con la entidad calificada. Esto es particularmente importante cuando el efectivo o el capital pueden quedar retenidos en otras subsidiarias reguladas, y por lo tanto, no estar disponible para su distribución al grupo en su totalidad.

Fitch también considera las dinámicas de propiedad, incluyendo si un emisor cotiza en la bolsa, si es una entidad privada de propiedad conjunta, si hay propiedad de capital privado y/o propiedad no estratégica, y si existe una influencia significativa de partes relacionadas, para entender el impacto sobre las decisiones estratégicas, liquidez y/o capitalización. Por ejemplo, la tenencia 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. Las instituciones de propiedad

conjunta, como lo son muchas cámaras de compensación, pueden ser consideradas más favorablemente en la medida que reducen conflictos de interés entre la gestión de riesgos y la maximización de ganancias.

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, el gobierno corporativo, objetivos estratégicos y la ejecución son 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 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 adoptadas de manera consistente en toda la organización, particularmente en donde hay transiciones administrativas, adquisiciones y/o expansiones geográficas.

Por lo general, Fitch considera al riesgo hombre clave como más prevaeciente en las 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 periodo prolongado. La institución tiene una cultura corporativa sólida y consistente.	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 calificaciones más altas.	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	Gobierno corporativo muy fuerte, brindando una protección sólida a los intereses de los acreedores. Una supervisión del consejo muy efectiva, información financiera de alta calidad y frecuente, transacciones de partes relacionadas muy limitadas.	Gobierno corporativo sólido, brindando una protección razonable a los intereses de los acreedores. Una supervisión del consejo efectiva, información financiera de buena calidad, transacciones de partes relacionadas limitadas.	Gobierno corporativo sólido, brindando una protección razonable a los intereses de los acreedores.	Supervisión del consejo efectiva, información financiera de buena calidad, transacciones de partes relacionadas limitadas.	El gobierno es menos desarrollado que el de pares con calificación más alta pero sin presentar riesgos claros significativos para los acreedores.	El gobierno da lugar a riesgos significativos para acreedores debido a una supervisión del consejo débil, información financiera pobre o transacciones de partes relacionadas significativas.	Gobierno da lugar a riesgos importantes para los acreedores debido a una supervisión del consejo muy débil, deficiencias contables considerables o transacciones de partes relacionadas muy grandes.
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 claramente expresados y reflejan un nivel sostenible de desempeño comercial y financiero a largo plazo. Los objetivos estratégicos son muy consistentes a lo largo del tiempo.	Los objetivos estratégicos están bien expresados y reflejan un nivel de desempeño 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 oportunidades de mercado.	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 podría ser 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 podría ser 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 podría ser sumamente variable con base en los cambios en los ciclos económicos y/o de mercado.	La institución no cumple con los objetivos comerciales y financieros.

Consideraciones adicionales de calificación para los Administradores de Inversiones, las Compañías Administradoras de Inversiones y los Fondos de Inversión: El riesgo de personal clave a menudo es una característica de la industria de Administradores de

Inversiones, Compañías Administradoras de Inversiones y Fondos de Inversión y puede ser considerado como un factor de calificación limitante. Los AIs 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 crediticios 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 acuerdos de sociedad limitada (LPs, por sus siglas en inglés: *limited partnership*) o en los estatutos de incorporación) 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 eventos significativos de fácil ocurrencia y que crean potencialmente requerimientos de liquidez significativos, es probable que las calificaciones estén limitadas.

Gobierno Corporativo: Fitch considera la medida en la cual las prácticas de gobierno de una institución financiera no bancaria brindan una protección razonable a los intereses de los acreedores o si éstos últimos pueden sufrir a costa de los intereses de otros participantes, particularmente de accionistas, de la administración, o debido a la influencia del gobierno. La evaluación de Fitch incluye revisiones a la efectividad del consejo de administración (si sus miembros tienen la experiencia suficiente, los recursos o la independencia para supervisar a la dirección de manera efectiva), a la información financiera (calidad, frecuencia, y puntualidad de los informes, y la solidez de los procesos de auditoría tanto internos como externos) y a las transacciones de partes relacionadas (su volumen, si son realizadas en los términos del mercado y los procedimientos internos para su revisión interna y autorización).

Una presión a la baja considerable en las calificaciones de instituciones financieras no bancarias puede ocurrir si las debilidades o fallas significativas en el gobierno corporativo no se mitigan adecuadamente. Un gobierno sólido puede ser moderadamente positivo para el perfil de crédito de una institución financiera no bancaria; sin embargo, es posible que su influencia en las calificaciones sea menor que la de serias deficiencias de gobierno.

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 desenfrenada 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 propicio 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 analiza 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 Administradores de Inversiones, las Compañías Administradoras de Inversiones y los Fondos de Inversión: El gobierno corporativo de los Administradores de Inversiones, las Compañías Administradoras de Inversiones y los Fondos de Inversión 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 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 BDCs 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.

Consideraciones Adicionales de Calificación para Compañías de Financiamiento y Arrendamiento: Para los REITs hipotecarios, Fitch se enfoca en si la compañía es administrada interna o externamente. Los REITs hipotecarios administrados externamente son por lo general administrados por compañías filiales que, a través de un acuerdo de administración, proporcionan todos los servicios administrativos y operativos para los REITs.

Generalmente, Fitch tiene una opinión más favorable de equipos internos de administración de REITs hipotecarios que de equipos externos, debido a que los equipos internos están dedicados únicamente al REIT hipotecario, minimizando los conflictos de interés. La administración externa puede tener varios vehículos de inversión en administración, con posibles objetivos de inversión similares. Además ha habido casos en los cuales los administradores externos no han apoyado a REITs en dificultades, lo que también concuerda con la percepción más favorable de Fitch de los equipos internos de administración.

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 de 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 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 dado su determinado entorno operativo. Si Fitch ve que la ejecución de riesgo futura será elevada, esto también se incluirá en la evaluación que hace Fitch de la ejecución de la institución financiera no bancaria. Ejemplos incluyen la ejecución de riesgos asociados con la integración de la adquisición, mayor regulación, aspiraciones de crecimiento o cambios de propiedad/administración.

II.4 Evaluación del apetito de riesgo

Importancia de esta evaluación

El nivel del apetito de riesgo es una consideración importante al evaluar el perfil de riesgo del emisor ya que este puede eventualmente traducirse en cambios en las métricas financieras claves de la institución financiera no bancaria. Fitch aplicará su propio juicio y contrastará la posición de riesgo de un emisor (donde se indique) 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 de corretaje de valores. 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 membresía, así como la independencia y autoridad que conlleva cada función de riesgo.

Fitch considera que el riesgo de reputación es un factor de calificación sumamente importante para las empresas de corretaje de valores 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 puede considerar los tipos de reporte administrativo utilizado cuando éstos estén disponibles. Esto puede ayudar a indicar qué tanto permean los controles de riesgo en la organización con respecto a los riesgos clave que una sociedad de corretaje de valores típica puede contraer, tales como riesgos de mercado, operativos, de reputación y de crédito. Cuando se han manifestado deficiencias en la gestión de riesgos operativos y no se han remediado, esto será un factor negativo de la evaluación de los controles de riesgo de una firma de corretaje de valores.

Crecimiento: Generalmente, Fitch mide la expansión general de la hoja de balance 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 comportamiento atípico 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, si Fitch considera que la capacidad de generación interna de capital resulta insuficiente, 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

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.

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 los ingresos 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.

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 de la posición 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.

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.

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 de VaR reportados por las empresas, particularmente cuando Fitch considere que el VaR reportado por el emisor no es lo suficientemente conservador, y los compara con los índices de rentabilidad y capitalización a fin de evaluar la capacidad de la empresa para absorber los riesgos asumidos. (Ver el reporte de Fitch “Stressed VaR: Helping to Monitor Trading Risks” con fecha 5 de abril de 2012). Esto puede incluir casos en los que el nivel de confianza usado por el emisor para calcular VaR es bajo y/o el horizonte de tiempo es demasiado dependiente de entornos de mercado benévolo.

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 establecidos 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 ingresos. 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 línea 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 Fitch 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 inversiones, las compañías administradoras de inversiones y los fondos de inversión considera los siguientes sub-factores:

- Controles de riesgo.
- Crecimiento.
- Riesgo de mercado y riesgo de contraparte.
- Riesgo operacional (para administradores de inversiones y fondos de inversión) o prácticas de colocación (para compañías administradoras de inversiones).

Controles de riesgo: La evaluación de Fitch de los controles de riesgo incorpora una evaluación del apetito de riesgo de los administradores de inversiones, las compañías administradoras de inversiones y los fondos de inversión, así como la suficiencia y la solidez de los sistemas que implementan. La capacidad 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 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 el rendimiento del activo/la calidad de activo, los ingresos y franquicia.

La evaluación de Fitch de los controles de riesgo puede considerar los tipos de reporte administrativo usados, cuando éstos estén disponibles. Esto puede ayudar a indicar qué tanto permean los controles de riesgo hacia la organización.

En el caso de las compañías administradoras de inversiones y los fondos de inversión, la supervisión de la administración de riesgos y de la infraestructura se realiza ya sea por los empleados de la compañía administradora de inversiones o a través de un administrador de inversiones filial pero externo. Por lo tanto, el marco de la administración de riesgos al nivel del AI se considera cuando es relevante. El AI puede proporcionar 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 de inversión ya que las debilidades exponen al fondo de inversión 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 de una firma, cuando están disponibles. El desempeño relativo de un fondo de inversión 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 de inversión.

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 y, en la medida de lo posible, evaluará el desempeño histórico 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 los flujos de entrada, las actividades de recaudación de fondos y el crecimiento de activos en relación con las condiciones económicas y de mercado para evaluar la capacidad de los administradores de inversiones, las compañías administradoras de inversiones y los fondos de inversión para usar de manera eficaz el capital. Fitch espera que los fondos sean dimensionados y las inversiones hechas, basadas en oportunidades de mercado y 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 para reunir capital adicional. Dicho lo anterior, Fitch evalúa si existe 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 los administradores de inversiones, las compañías administradoras de inversiones y los fondos de inversión. 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 activos en administración (que generen comisiones) (FJAUM), 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 las compañías administradoras de inversiones y los fondos de inversión, el crecimiento puede ser considerado positivo cuando el mismo está impulsado por una fuerte revalorización de activos. En el caso de los administradores de inversiones 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, las 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 volúmenes de alto 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 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 los administradores de inversiones, 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 administradores de inversiones 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 riesgo significativo 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 inversiones tradicionales ya que operan con fondos sin plazo definido con inversiones 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 compañías de inversión, los fondos de inversión y para los administradores de inversiones que coinvierten, ganan comisiones por rendimiento o difieren comisiones al fondo, ya que las ganancias y el apalancamiento del balance estarán basadas en la valuación de las inversiones subyacentes en fondos.

Otras consideraciones importantes incluyen la independencia de los procesos de valuación periódicos y si se hace 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 de los modelos para garantizar que los procesos de valuación sean razonables y consistentes con la antigüedad de la inversión en la empresa subyacente puede ser crucial. El riesgo de modelo es menos relevante para los administradores de inversión 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 fluctuaciones monetarias, 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.

Una considerable exposición sin cobertura tiene mayor probabilidad de tener un impacto negativo en las calificaciones.

En la medida en que las operaciones de los administradores de inversiones, las compañías administradoras de inversiones y los fondos de inversión 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 una estructura de límites está implementada, 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.

Para administradores de inversiones con grandes vehículos de inversión de efectivo a corto plazo, particularmente aquellos que mantienen NAVs fijos y/o que invierten en garantías no garantizadas por el gobierno, Fitch también puede revisar las políticas de inversión y concentración con respecto a dichos vehículos, dado el potencial de ser soportados voluntariamente 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 administrador de inversiones ha proporcionado anteriormente niveles substanciales de soporte voluntario. La eficacia e integridad del marco de administración de riesgos del administrador de inversiones, junto con el mantenimiento de una buena flexibilidad financiera, son fundamentales para las calificaciones crediticias individuales 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 administrador de inversiones 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 las compañías administradoras de inversiones, la dependencia en las contrapartes para dar cobertura o fondeo es típicamente limitada, y como tal, el riesgo contraparte suele ser un factor de poca o baja influencia. En el caso de los fondos de inversión, 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 tiene generalmente una influencia

positiva en las calificaciones, 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 de inversión requieren segregación de sus activos, incluyendo colaterales, o límites sobre la rehipoteca con el corredor de bolsa para 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 del mandato de inversión establecido. Por lo tanto, si Fitch determina que la infraestructura operacional 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, compañías administradoras de inversiones y fondos de inversión 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 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 administrador de inversiones 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 las firmas privadas, 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.

En el caso de los fondos de inversión, el riesgo operacional puede ser una consideración importante, particularmente si el fondo se enfoca en estrategias comerciales de alta complejidad, volumen y/o automatización.

Para las compañías administradoras de inversiones, el riesgo operacional suele ser un factor de poca o baja influencia dado el menor número (relativo) de inversiones y la rotación menos frecuente (relativa) de inversiones. Además, dado que dicha creación de valor se basa por lo general en la revalorización de activos, Fitch tiende a poner un mayor énfasis en las prácticas de colocación de las compañías administradoras de inversiones en términos de abastecimiento, *due diligence*, revisión del comité de inversión, estructuración y monitoreo. Fitch puede revisar memorándums sobre inversión y otros documentos de colocación, cuando estén disponibles, para evaluar si el proceso es completo. Esto es particularmente aplicable en casos en los que la compañía administradora de inversiones no tiene un historial largo y establecido de colocación a través del ciclo.

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 colocación 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, lo que podría ser un factor de calificación positivo 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; desde las fuentes, due diligence, 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. Esto es particularmente aplicable en casos en los que el BDC no tiene una trayectoria larga y establecida de colocación en el ciclo. 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, la cultura crediticia y normas del BDC 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 de BDCs puede considerar los tipos de reportes administrativos usados, cuando éstos estén disponibles. Esto puede ayudar a indicar qué tanto influyen los controles de riesgo en la organización con respecto a los riesgos clave que un BDC puede contraer, tales como riesgos de crédito, de mercado y operativos. Las deficiencias en la gestión de riesgos operativos que se han manifestado y no se han remediado serían un motor negativo para la evaluación de Fitch de los controles de riesgo de un BDC.

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, pero sacrificar calidad por crecimiento sería un factor negativo de la 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 1940 (40 Act.). 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 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 en su proceso de valuación, en un esfuerzo 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. BDCs que se enfocan 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 /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 del fondeo. 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.

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 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 revisa los informes internos de gerencia y las discrepancias que puedan existir con las políticas, si están disponibles, ya que dichas variaciones hablan del rigor de la cultura de crédito. 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 comentarios de acciones de calificación (RACs por sus siglas en inglés) o sus informes de calificación. Esto es particularmente aplicable en casos en los que el emisor no tiene una trayectoria larga y establecida de colocación en el ciclo.

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 puede considerar los tipos de reporte administrativo usados, cuando éstos se encuentren disponibles. Esto puede ayudar a indicar qué tanto influyen los controles de riesgo en la organización con respecto a todos los riesgos que la compañía de financiamiento y arrendamiento pueda contraer, tales como riesgos de crédito, de mercado y operacionales. Un factor negativo para la evaluación de Fitch de los controles de riesgo de una compañía de financiamiento o arrendamiento serían deficiencias en la gestión de riesgos operativos que se han manifestado y no se han remediado.

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 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 si Fitch considera que la capacidad interna de generación de capital podría ser insuficiente.

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.

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 revisa y 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.

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 activos y fondeo de la empresa, pero también puede incluir elementos como el uso de derivados o riesgos directos e indirectos de moneda extranjera. Los riesgos de mercado serán más altos para aquellos emisores en donde las actividades 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 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. Cuando el riesgo del mercado es significativo, Fitch evalúa la idoneidad de los controles relativos a este riesgo, 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.

Esta sección refleja la metodología de calificación de Fitch integrada en el informe de criterios titulado "Metodología de Calificación de Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero." de mayo de 2015.

II.4.e Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

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

- Riesgos operacionales, de reputación y legales.
- Gestión de riesgo de contraparte.
- Crecimiento.

Riesgos operacionales, de reputación y legales: Los riesgos operacionales de los FMI surgen principalmente de la necesidad de procesar un gran número de transacciones diariamente, de desplegar nuevos productos y tecnologías y de administrar efectivamente los raros incidentes de incumplimiento de la contraparte mediante procedimientos y cascadas establecidos. No gestionar alguno de estos riesgos operacionales puede implicar pérdidas financieras, introducir daño de reputación o riesgo legal y conducir a una pérdida temporal o permanente en la posición de mercado.

Los FMI procesan grandes volúmenes de transacciones diariamente. Para procesar correcta y eficientemente estos volúmenes se quieren plataformas tecnológicas sólidas con controles y operaciones administrativas adecuadas. Los clientes de FMI pueden sufrir pérdidas substanciales originadas por deficiencias operacionales, como fallas en los sistemas, fallos bursátiles, descalces en operación de intermediación y compensación de operaciones incorrectas, desastres naturales o violaciones cibernéticas. Por lo regular las calificaciones individuales se verán afectadas negativamente si Fitch determina que el FMI tiene una estructura operacional o entorno de control obsoleto o débil. En este contexto, Fitch toma en cuenta el nivel de gastos de capital en actualizaciones tecnológicas cuando evalúa el riesgo operacional de los FMI.

Los problemas con sistemas ocurren más frecuentemente con el desarrollo y la implementación de un producto nuevo y cuando un FMI lleva a cabo actualizaciones del sistema, enfatizando la importancia de la inversión en los sistemas de operaciones administrativas (back-office). Para asegurar la continuación del negocio en el caso de desastres físicos, los FMIs deben operar duplicados y respaldos de los sistemas computacionales eficientes y desarrollar y mantener planes de continuidad de negocio, incluyendo sitios de recuperación de desastre que estén geográficamente dispersos.

La calificación intrínseca puede ser negativamente afectada en casos en los que Fitch considera que el riesgo operacional es excesivo o débil en relación a la sofisticación del FMI. El riesgo operacional puede posiblemente tener un efecto más pronunciado en FMIs menos diversificados, en los que un déficit operacional puede conducir a un daño temporal o permanente a la franquicia. Además, el riesgo legal puede surgir del procesamiento incorrecto de transacciones o la violación de leyes o regulaciones aplicables (ej. si es en la violación de sanciones).

Apetito de Riesgo — Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc and Below
Riesgos Operacionales, de reputación y legales	Extremadamente raros incidentes de fallos técnicos dando lugar a daño de reputación o legal. Nivel muy alto de gastos de capital para tecnología. Continuo desarrollo y mejoras a las plataformas tecnológicas. Sistemas, controles y procedimientos extremadamente fuertes. Pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Raros incidentes de fallos tecnológicos dando lugar a daño de reputación o legal. Nivel alto de gastos de capital para tecnología. Frecuente desarrollo y mejoras a las plataformas tecnológicas. Sistemas, controles y procedimientos muy fuertes. Pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Incidentes limitados de fallos tecnológicos dando lugar en daño de reputación o legal. Nivel alto de gastos de capital para tecnología. Frecuente desarrollo y mejoras a las plataformas tecnológicas. Sistemas, controles y procedimientos fuertes. Pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Incidentes poco frecuentes de fallos tecnológicos dando lugar en daño de reputación o legal. Nivel promedio de gastos de capital para tecnología. Desarrollo y mejoras a las plataformas tecnológicas promedio. Sistemas, controles y procedimientos sólidos. Pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Frecuentes incidentes de fallos tecnológicos dando lugar en daño de reputación o legal. Nivel de gastos de capital para tecnología por debajo del promedio. Desarrollo y mejoras a las plataformas tecnológicas por debajo del promedio. Sistemas, controles y procedimientos adecuados. Pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Muy frecuentes incidentes de fallos tecnológicos dando lugar en daño de reputación o legal. Nivel de gastos de capital para tecnología por debajo del promedio. Desarrollo y mejoras a las plataformas tecnológicas por debajo del promedio. Sistemas, controles y procedimientos débiles. Pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Incidentes de fallos tecnológicos regulares dando lugar en daño de reputación o legal. No hay gastos de capital. Plataformas tecnológicas en desarrollo. Deficiencias en sistemas, controles, procedimientos y continuidad de negocio.
Gestión de riesgos de contraparte	Vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso extremadamente fuerte. Garantías financieras para cálculos de margen y liquidaciones extremadamente fuertes, colateral y fondos de garantía aceptables. Procedimientos de incumplimiento extremadamente fuertes. Gestión de exposición de cliente y garantía extremadamente fuerte.	Vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso muy fuerte. Garantías financieras para cálculos de margen y liquidaciones muy fuertes, colateral y fondos de garantía aceptables. Procedimientos de incumplimiento muy fuertes. Gestión de exposición de cliente y garantía muy fuerte.	Fuerte vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso. Fuertes garantías financieras para cálculos de margen y liquidaciones, colateral y fondos de garantía aceptables. Fuertes procedimientos de incumplimiento. Gestión de exposición de cliente y garantía fuerte.	Sólida vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso. Sólidas garantías financieras para cálculos de margen y liquidaciones, colateral y fondos de garantía aceptables. Sólidos procedimientos de incumplimiento. Gestión de exposición de cliente y garantía sólida.	Vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso moderada. Buenas garantías financieras para cálculos de margen y liquidaciones, colateral y fondos de garantía aceptables. Procedimientos de incumplimiento moderados. Gestión de exposición de cliente y garantía moderada.	Vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso débil. Garantías financieras para cálculos de margen y liquidaciones débiles, colateral y fondos de garantía aceptables. Procedimientos de incumplimiento débiles. Gestión de exposición de cliente y garantía débil.	Deficiencias en la vigilancia de contraparte/cliente tanto inicial como en curso. Garantías financieras para cálculos de margen y liquidaciones limitadas o en evolución, colateral y fondos de garantía aceptables. No hay procedimientos de incumplimiento. Deficiencias en la gestión de exposición de cliente y garantía.
Crecimiento	Es poco probable que la hoja de balance o crecimiento del negocio supere al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El entorno de control está sistemáticamente adaptado para satisfacer volúmenes de negocios más altos.	Raramente la hoja de balance o crecimiento del negocio supera al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El entorno de control está sistemáticamente adaptado para satisfacer volúmenes de negocios más altos.	La hoja de balance o crecimiento del negocio puede en ocasiones, superar al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El entorno de control está por lo general adecuadamente adaptado para satisfacer volúmenes de negocios más altos.	La hoja de balance o crecimiento del negocio puede con frecuencia superar al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El entorno de control puede quedarse atrás de volúmenes de negocios más altos.	La hoja de balance o crecimiento del negocio supera al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El entorno de control probablemente se quede atrás de volúmenes de negocios más altos.	La hoja de balance o crecimiento del negocio por lo general supera al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El entorno de control rutinariamente se queda atrás de volúmenes de negocios más altos.	El crecimiento puede estar muy por encima de niveles sostenibles.

Administración de Riesgo de Contraparte: El riesgo de contraparte surge para cámaras de compensación y CSDs con licencia bancaria. En estos casos, los FMIls buscan minimizar el riesgo de contraparte tomando una garantía de contraparte significativa que pueda ser utilizada en el caso de incumplimiento de la contraparte. La evaluación que Fitch hace de la administración del riesgo de contraparte considera el tamaño inicial y mantenimiento regular de esta garantía, junto con los mecanismos predefinidos de incumplimiento de contraparte/cliente.

Por otro lado, las bolsas de valores (*pure exchanges*) y los CSDs sin licencia bancaria actúan simplemente como un lugar para actividad bursátil o como depositarios de valores y liquidación y

compensación subsecuente directa hacia terceros. Con la excepción del riesgo de contraparte mínimo que surge de facturas de transacciones y posiblemente de inversiones en activos financieros, las bolsas de valores y los CSDs sin licencia bancaria no están materialmente expuestas al riesgo de contraparte. Como tal, el riesgo de contraparte, no es un factor clave independiente de calificaciones para bolsas de valores o CSDs sin licencia bancaria, aunque ambos tipos de organizaciones generalmente someten a sus miembros a requisitos cualitativos y cuantitativos mínimos.

Ya que el papel principal de las cámaras de compensación es el de actuar como contraparte central y garantizar la liquidación de las transacciones entre miembros liquidadores, uno de sus principales riesgos es que un miembro liquidador incumpla y no sea capaz de cumplir sus obligaciones. El riesgo de contraparte es gestionado mediante estrictos estándares de miembros liquidadores, requerimientos de margen, requerimientos de colateral aceptables y fondos de garantía. Por lo general Fitch revisa las políticas y procedimientos de las cámaras de compensación con respecto a la gestión de riesgo de contraparte, para determinar la medida en la cual capturan el posible riesgo de contraparte de una manera integral y anticipada.

Fitch considera los siguientes factores cuando evalúa la suficiencia del marco de administración de riesgo de contraparte de una cámara de compensación.

Consideraciones para el Marco de Gestión de Riesgo de Contraparte de FMIs

Gestión de Riesgo de contraparte	Procedimientos de Margen	Fondos de Garantía
Margen inicia / Variación de Margen	Cálculo	Tamaño Versus Exposición de Contraparte
Requisitos Financieros	Frecuencia	Frecuencia del redimensionamiento
Auditoria (Due Diligence)	Publicación	Calidad
Remedio	Valuación	Diversificación
Reglas de Membresía	Reservas (buffers)	Custodia
	Descuentos (haircuts)	
	Revisión	

Las debilidades materiales identificadas en el marco de administración de riesgo de contraparte de una cámara de compensación pueden tener implicaciones de calificación negativas y es probable que limiten calificaciones intrínsecas a niveles debajo del grado de inversión. Los sistemas de establecimiento de márgenes que subestimen el margen y los requerimientos de colateral del miembro liquidador podrían afectar negativamente a las calificaciones intrínsecas.

La evaluación de la administración de riesgo de Fitch, no incluye ninguna validación de los modelos o metodología de los FMIs pero en cambio revisa las prácticas de gobierno, procesos, pruebas de estrés y algunos de los supuestos subyacentes claves en cuanto a riesgo de una firma. Fitch trata de entender el nivel de compromiso de la gestión de riesgo a lo largo de la entidad y la variedad de comités y membresía, así como también la independencia y la autoridad que tienen las funciones de riesgo.

Para proteger a la cámara de compensación y a los miembros liquidadores no morosos de un miembro liquidador en incumplimiento, las cámaras de compensación han prescrito procesos por medio de las cascadas de incumplimiento (default waterfalls) establecidas. Generalmente, una vez que el miembro liquidador ha incumplido, el centro de compensación inicia los procedimientos de incumplimiento que incluyen el uso de la garantía (margen) y las contribuciones del fondo de garantía del miembro liquidador moroso para reducir o eliminar las

pérdidas. En el caso de que todas las pérdidas no se cubran, la cámara de compensación puede entonces acceder a las contribuciones de capital de la cámara de compensación, las contribuciones del fondo de garantía de miembros no morosos y posiblemente más recursos de miembros liquidadores no morosos. Fitch considera que los procesos de incumplimiento sólidos y claramente definidos tienen implicaciones de calificación positivas.

Por lo general los CSDs con licencia bancaria han establecido procesos para la gestión del riesgo de contraparte que surge de la exposición intra-día o nocturna a clientes. Las herramientas de mitigación de riesgo, incluyendo límites de liquidación netos, requerimientos de colateral y límites que busquen minimizar la exposición de los CSDs con licencia bancaria en el caso de incumplimiento de la contraparte, pueden influenciar positivamente la calificación de un FMI. Los CSDs con licencia bancaria también están expuestos a riesgo de inversión, y por lo tanto, el marco de riesgo en relación a esto también es considerado.

Crecimiento: El balance y/o el crecimiento de las FMIs es medido en función de las condiciones del mercado y la volatilidad y es relativo al promedio de los pares. Por lo general, los centros de compensación tienen compensaciones significativas de depósitos de margen y contribuciones de fondo de garantía en ambos lados del balance asociadas con los respectivos valores liquidados. El crecimiento de estos componentes del balance está altamente correlacionado a las condiciones generales del mercado. Al evaluar el crecimiento de una cámara de compensación, Fitch excluye estos balances del análisis principal, ya que estos fondos son para el beneficio de los acreedores de los miembros liquidadores y no reflejan el crecimiento de la hoja de balance principal. Dicho eso, la tendencia en el crecimiento del balance consolidado puede ser informativa en el largo plazo.

El crecimiento del negocio o del balance que va de acuerdo con el crecimiento sostenible a largo plazo o que refleja un aumento en la franquicia general de un FMI tendrá por lo regular implicaciones de calificación positivas. Un crecimiento rápido podría introducir otros retos como tensiones operacionales si las plataformas tecnológicas y las operaciones administrativas (back office) no pueden manejar un aumento en los volúmenes de transacciones, liquidaciones o depósitos, y por lo tanto podría tener implicaciones de calificación negativas.

Las adquisiciones no beneficiosas pueden ser consideradas negativamente por Fitch si no complementan las estrategias de largo plazo de estas entidades. Además, estas adquisiciones podrían afectar negativamente las métricas de apalancamiento y generalmente tener altos costos de integración.

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 calidad crediticia. En muchos aspectos, las medidas financieras son el resultado del entorno operativo de las instituciones financieras no bancarias, perfil de la compañía, administración y estrategia, y apetito de riesgo.

Las medidas de riesgo permiten un análisis de la manera en que el apetito de riesgo y la administración de una institución financiera no bancaria se comparan con las de sus pares y si el desempeño es proporcional a los ciclos de negocio. La calidad del activo es relevante porque una calidad del activo débil puede perjudicar la solvencia del balance de una institución financiera no bancaria y eventualmente su capacidad para cumplir sus obligaciones con los

acreedores. Las medidas de apalancamiento y de suficiencia de capital son relevantes dado que determinan la capacidad de una institución financiera no bancaria para crecer y absorber pérdidas inesperadas. El fondeo y la liquidez son relevantes dado que las deficiencias en estas dos áreas a menudo dan lugar a 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.

Generalmente, Fitch utiliza sus propias pruebas de estrés en varios aspectos del perfil financiero de una institución financiera no bancaria (ver el Anexo 5), 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 considera pruebas de estrés generadas por los emisores para comprender la manera en que las mismas determinan la toma de decisiones dentro de la organización.

Rangos Cuantitativos

Para cada subsector de instituciones financieras no bancarias, Fitch usa un conjunto de métricas centrales y complementarias para cada factor del perfil financiero. Las cifras en cada una de las secciones a continuación establecen los rangos cuantitativos indicativos para las métricas centrales del perfil financiero. Fitch usa un promedio de cuatro años (cuando estos datos se encuentran disponibles) para determinar la puntuación implícita del factor para todas las métricas, salvo las de capitalización y apalancamiento para las cuales usa los datos más recientes, ya que Fitch considera esto como un indicador más confiable del nivel de la métrica en el futuro.

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

Las razones analíticas más comunes para ajustar las puntuaciones implícitas de los factores se resumen en las secciones siguientes. Los ajustes pueden influenciar negativa o positivamente la puntuación final del factor. En términos generales, los ajustes tienden a

dividirse en dos categorías principales: (1) Fitch ajusta para elementos específicos de riesgo o características del perfil de negocios que pueden no ser capturadas adecuadamente en los indicadores financieros principales; y (2) Fitch ajusta para elementos cíclicos y/o estructurales que, en opinión de Fitch, conllevan a que los indicadores históricos no sean confiables del desempeño futuro.

Fitch puede hacer ajustes a la puntuación implícita de la calidad/desempeño del activo de una institución financiera no bancaria por las siguientes razones:

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

Colateral y Reservas: Una fuerte cobertura de reserva de créditos vencidos en relación a los pares, como se refleja en la métrica complementaria de reservas para créditos vencidos de firmas corretaje de valores o compañías de financiamiento y arrendamiento con un uso elevado del balance, o una alta proporción de préstamos asegurados o de gobierno (ej. préstamos a estudiantes garantizados) puede reducir el riesgo de exposición a créditos vencidos de la institución financiera no bancaria. En cambio, un énfasis en préstamos no garantizados o una cobertura de reserva débil podría probablemente tener el efecto opuesto.

Castigos de cartera de préstamos: El indicador de créditos vencidos/créditos brutos puede no capturar totalmente el desempeño de la calidad de activos subyacente de la institución financiera no bancaria al descartar una proporción elevada de los créditos poco tiempo después de que se deterioran o por otro lado, retiene en su balance financiero créditos emproblemados heredados, por un periodo extendido después de que se vuelven morosos. Por lo tanto, Fitch también considera los deterioros de créditos generados en periodos recientes, como se refleja en el indicador complementario de cargos por provisiones a créditos brutos promedio.

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

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

Exposiciones no crediticias: Fitch puede ajustar a la baja la puntuación de la calidad del activo si considera que hay riesgos materiales de pérdidas por activos no-crediticios y de arrendamiento, como valores, valores de mercado derivados o activos adjudicados, o de exposiciones no declaradas, como fondos gestionados, garantías y compromisos. Por otro lado, cuando una proporción relativamente alta de exposiciones de riesgos de una institución financiera no bancaria se encuentra fuera del libro crediticio y es de bajo riesgo (ej. valores

con calificación alta, o exposiciones de transacciones financieras no declaradas), puede dar lugar a un ajuste positivo a la puntuación implícita de la calidad del activo.

Apetito de Riesgo y Modelo de Negocios: Fitch puede ajustar a la baja la puntuación de la calidad de activos cuando considera que la institución financiera no bancaria tiene un apetito de riesgo relativamente alto, o el modelo de negocio o la especialización de clase de activo es de alto riesgo, lo cual en opinión de la agencia puede conducir probablemente a un deterioro de la calidad de activos o a volatilidad. En dichos casos, Fitch puede considerar que las métricas de calidad de activos recientemente reportadas son más vulnerables al deterioro que los préstamos u otras exposiciones temporales. Por otro lado, un bajo apetito de riesgo o un modelo de negocio de bajo riesgo pueden resultar en un ajuste positivo moderado a la calificación de calidad de activos. Sin embargo es probable que el alcance de cualquier ajuste positivo sea limitado en los casos en los que las métricas de calidad de activos son débiles debido a exposiciones de problemas heredados y la institución financiera haya reducido su apetito de riesgo solo recientemente.

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

Tamaño Relativo: El tamaño absoluto de los activos bajo administración (AUM) de los administradores de inversiones tendrá un impacto en los porcentajes de flujos netos del cliente. Las entradas netas pueden superar las de los pares con base al dólar pero se rezagan como porcentaje de los AUM. Los flujos de clientes muy grandes podrían ser problemáticos si los activos de inversión exceden las oportunidades de inversión, mientras que flujos por debajo del promedio podrían ser adecuados dependiendo de las condiciones del mercado.

Fitch puede hacer ajustes al score implícito de ingresos y rentabilidad de una institución financiera no bancaria por las siguientes razones:

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

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

Estabilidad de Ingresos: Un ajuste positivo a la puntuación de ingresos y rentabilidad de una institución financiera no bancaria puede hacerse cuando los ingresos han sido estables a través del ciclo o cuando el desempeño reciente sugiere una mejora sostenible comparada con el promedio de cuatro años de la institución financiera no bancaria. Por otro lado, altos ingresos y volatilidad o un debilitamiento estructural del desempeño puede llevar a un ajuste negativo. Ciertos modelos de negocio o clases de activos pueden ser también más vulnerables a fluctuaciones cíclicas del desempeño, incluso si éstos no se observan a la fecha; en dichos casos, los datos reportados recientemente pueden no ser sostenibles o representativos del desempeño esperado en el ciclo, lo cual puede justificar un ajuste a la baja a la puntuación de los ingresos y el desempeño.

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

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

Fitch puede hacer ajustes a la calificación implícita de capitalización y apalancamiento de la institución financiera no bancaria debido a las siguientes razones:

Cobertura de Reservas y Valuación de Activos: Un ajuste al capital puede requerirse para reflejar cualquier sub o sobre provisionamiento material de activos deteriorados, como se captura en el indicador complementario de créditos vencidos menos reservas por créditos vencidos para el capital base según Fitch. Valuaciones agresivas o conservadoras de activos no rentables o altos volúmenes de otros activos de más alto riesgo (por ejemplo, activos embargados) también pueden tener un impacto en la evaluación que hace Fitch de capitalización.

Generación Interna de Capital y Crecimiento: Fitch puede ajustar a la baja la puntuación de capitalización y apalancamiento cuando la generación interna de capital de una institución financiera no bancaria, como se refleja en la métrica complementaria de generación interna de capital, es débil o la tasa de crecimiento de la institución financiera no bancaria es alta, para reflejar el probable impacto negativo que esto tendrá en las métricas de capital. Por otro lado una generación interna de capital fuerte o un bajo crecimiento puede resultar en un ajuste positivo de la puntuación de la capitalización y apalancamiento.

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

Tamaño: Una base de capital pequeña (en términos absolutos) puede hacer que una institución sea más vulnerable a eventos inesperados, especialmente cuando hay concentraciones de riesgo, incluso si los indicadores de capital son relativamente fuertes. Esto puede conducir a un ajuste a la baja de la puntuación de la capitalización y el apalancamiento de una institución financiera no bancaria. Una base de capital grande (en términos absolutos) puede ser moderadamente positiva para la evaluación.

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

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

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

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

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

Fitch puede hacer ajustes a la puntuación implícita del fondeo, liquidez y cobertura de la institución financiera no bancaria por las siguientes razones:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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.

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.

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

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.

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 resaltarán los 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.

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: 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 ampliamente proporcional al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con reservas sólidas sobre los mínimos regulatorios y generalmente por encima de instituciones pares. Los niveles de capital y apalancamiento pueden ser relativamente más 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 o son de alguna manera vulnerables debido a riesgos significativos del país. El capital y el apalancamiento son sumamente vulnerables a shocks severos, pero capaces para resistir shocks moderados.	La capitalización y el apalancamiento no son proporcionales al riesgo. La capitalización y el apalancamiento son bajos y las reservas sobre los mínimos regulatorios son pequeñas, o el capital es vulnerable debido a los altos riesgos del país. Los niveles de capital y apalancamiento pueden estar muy por debajo de las instituciones pares y sumamente vulnerables a shocks.	La capitalización y el apalancamiento tienen claras deficiencias que ya sean tienen o pueden requerir inyecciones de capital.
Fondeo, liquidez y cobertura	El fondeo y la liquidez son excepcionalmente estables. Mínima dependencia en financiamiento mayorista. El fondeo no es sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo son sumamente diversas. Se implementan planes de contingencia de fondeo extremadamente sólidos.	El fondeo y la liquidez son muy estables. Mínima dependencia en fondeo de corto plazo. El financiamiento mayorista es principalmente de largo plazo con un apetito de inversionista establecido. El fondeo es relativamente menos sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo son muy diversas. Se implementan planes de contingencia de fondeo muy sólidos.	El fondeo y la liquidez son estables. El financiamiento mayorista es principalmente de largo plazo. El fondeo puede ser moderadamente sensible a la confianza. Las fuentes de fondeo son relativamente diversas. Se implementan planes de contingencia de fondeo sólidos.	El fondeo y la liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones de financiamiento moderadas o dependencia en fuentes de financiamiento mayorista menos estables. El fondeo es sensible a la confianza y la liquidez se puede volver más cara o menos estable durante periodos de estrés. Se implementan planes de contingencia de fondeo razonables.	El fondeo y la liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones de financiamiento 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 no 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.

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.

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.

Sociedades de Corretaje de Valores — Puntos de Referencia Típicos (*benchmark*) de Ganancias y Rentabilidad

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

^aPara compañías de corretaje valores con alto uso de balance. ^bPara compañías de corretaje de valores con un uso bajo de balance. Fuente: Fitch.

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.

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

Uso alto del balance general

Utilidad operativa/Capital promedio

Ingresos netos / Capital promedio

Gastos de operación / Total de ingresos

Compensación / Ingresos netos

Uso bajo del balance general

EBITDA/Ingresos

Fuente: Fitch.

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

La capacidad de una empresa de corretaje de valores 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).

Métricas Clave de Capitalización y Apalancamiento de las sociedades de corretaje de valores

Alto Uso del Balance

Total Activos/Capital

(Activos Tangibles + Extrapoluciones 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.

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.

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 7. 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.

Estas 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.

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

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
(Activos tangibles – Reportos Inversos – Préstamos de valores)/FCC (x) ^a	x<5	5≤x<10	10≤x<15	15≤x<20	x≥20
Deuda Bruta / EBITDA ajustado (x) ^b	x<0.5	0.5≤x<1.5	1.5≤x<2.5	2.5≤x<3.5	x≥3.5

^aPara sociedades de corretaje de valores con alto uso de balance. ^bSociedades de corretaje de valores con bajo uso de balance. Fuente: Fitch.

Para sociedades de corretaje de valores que tienen relativamente pocos activos de riesgo, la evaluación de la cobertura de deuda está más basada en flujos de efectivo. 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 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 institucionales, 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

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

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.

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 de corretaje de valores 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.

Sociedades de Corretaje de Valores — Puntos de referencia Típicos de Fondeo, Liquidez, y Cobertura

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

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

^bPara sociedades de corretaje de valores con bajo uso de balance. Fuente: Fitch.

Fitch evalúa el fondeo 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 fondeo 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.

Para sociedades de corretaje de valores con un alto uso de balance, el fondeo, liquidez y cobertura son evaluados principalmente en el contexto de activos líquidos en relación a vencimientos de corto y mediano plazo y otras necesidades operacionales de efectivo. Para sociedades de corretaje de valores con un bajo uso del balance, el fondeo, liquidez y cobertura son evaluados principalmente en el contexto del EBITDA en relación a gasto por interés. La diversificación del fondeo, el acceso a fuentes de fondeo contingentes y la distribución adecuada de vencimientos de deuda son también consideraciones relevantes para todas las sociedades de corretaje de valores.

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 administradores de inversiones, compañías administradoras de inversión y fondos de inversión considera los siguientes sub-factores:

- Desempeño de Activos (y Calidad de Activos en el caso de compañías administradoras de inversiones).
- Ingresos 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.

Administradores de Inversiones, Compañías Administradoras de Inversiones y Fondos de Inversión
Desempeño de Activos/ Métricas Clave de Calidad

Administradores de Inversiones y Fondos de Inversión

Ingresos Netos de Clientes/(F)AUM Inicial

(F)AUM

Crecimiento (F)AUM

Cuotas de Administración/(F)AUM

Ingreso Total/(F)AUM

(F)EBITDA/(F)AUM

Compañías Administradoras de Inversiones

Promedio Ponderado de la Calidad Crediticia de Inversiones/Compañías de Cartera

Fuente: Fitch.

Administrador de Inversiones — Puntos de Referencia Típicos del Desempeño de Activos

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Flujos de Cliente netos/ Inicio (F)AUM (%)	x>10	5<x≤10	5≥x>(5)	(5)≥x>(10)	x≤(10)

Fuente: Fitch.

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.

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 evalúa la estabilidad de las comisiones de administración al ver las contribuciones de ingresos por fondo, estrategia y/o segmento. Un fondo considerable recientemente cerrado proporcionará cierta estabilidad en las comisiones de administración en el corto y mediano plazo, pero puede ser difícil reemplazar la fuente de comisiones con un fondo de seguimiento o de tamaño similar una vez que el fondo existente salga de su periodo de inversión, particularmente durante periodos de estrés económico. De manera similar, una estrategia de fuerte exposición a un sector o una industria puede generar correlaciones excesivas y más volatilidad en las fuentes de comisiones.

Perfil Financiero — Administradores de Inversión

	aaa	aa	a	bbh	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 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 ampliamente conmensurados con 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	El fondeo y liquidez son excepcionalmente estables. Dependencia mínima sobre financiamiento al por mayor. El fondeo no es sensible a la confianza. Las fuentes de financiamiento son altamente diversas. El financiamiento está totalmente no garantizado. Planes de fondeo de contingencia extremadamente robustos están en vigor.	El fondeo y liquidez son muy estables. Mínima dependencia sobre fondeo de corto plazo. El fondeo 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. El financiamiento está totalmente no garantizado. Planes de contingencia muy robustos están en vigor.	El fondeo y liquidez son estables. El fondeo al por mayor es predominantemente de largo plazo. El fondeo puede ser modestamente sensible a la confianza. Las fuentes de financiamiento son relativamente diversas. El fondeo es en gran parte no garantizada. Planes de fondeo de contingencia robustos están en vigor.	El fondeo y liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones moderadas de financiamiento o dependencia sobre fuentes de fondeo al por mayor menos estables. El fondeo es sensible a la confianza y la liquidez puede convertirse en más cara o menos estable durante periodos de estrés. Las fuentes de financiamiento son moderadamente significativas de fondeo no garantizado. Planes razonables de fondeo de contingencia están en vigor.	El fondeo y liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones de fondeo o dependencia significativa sobre fuentes 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 fondeo de contingencia pueden no ser suficientes.	El fondeo y liquidez son menos estables y pueden ser propensos a cambios súbitos en sentimiento de acreedor. Acceso a 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.	El fondeo y liquidez son inestables. Falta de un componente de fondeo no garantizado. No existen planes de financiamiento contingente.

Desde una perspectiva de segmento, los administradores de inversión 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 administradores de inversión 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 sobre estrategias individuales sobre una base relativa para evaluar el poder de fijación de precios de los administradores de inversión y la capacidad de resistir presión adicional de cuota.

Para las compañías administradoras de inversiones, Fitch considera típicamente una combinación de los factores de desempeño del activo y de la calidad del activo. El desempeño del activo pretende indicar cómo la apreciación/depreciación del valor de mercado ha impactado el valor de los activos que estén garantizando la deuda y al mismo tiempo proporciona una indicación sobre las capacidades de selección de activos de la compañía administradora de inversiones (o su administrador de inversiones). La calidad del activo pretende indicar la calidad de las inversiones que estén garantizando la deuda y la calidad/seguridad del dividendo ascendente y del ingreso de intereses recibido de las compañías del portafolio.

En el caso de las compañías administradoras de inversiones que invierten en un número determinado (menos de 30) de compañías, o exhiben una importante concentración de portafolio (posición individual mayor al 15%), Fitch considera la calidad crediticia de las inversiones subyacentes para evaluar el perfil general de la calidad de activo. Esto se logra típicamente al observar las calificaciones de Fitch de dichas compañías del portafolio o, en ausencia de dicha información, considerando otras fuentes de información externas. Cuando una compañía del portafolio que represente una gran parte (mayor al 15%) del portafolio no esté calificada, Fitch puede elegir llevar a cabo una opinión crediticia interna de dicha entidad para dar soporte a la calificación de la compañía administradora de inversiones.

Ganancias y Rentabilidad: La evaluación de Fitch de las ganancias y rentabilidad considera la tendencia histórica del desempeño de ganancias de un administrador de inversiones, la diversidad, estabilidad y calidad de sus ganancias y la capacidad del administrador de inversiones 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 con la sensibilidad de las ganancias del administrador de inversiones a las tendencias del mercado para evaluar la confiabilidad de las proyecciones de ganancias. La mezcla de productos y la fuerza de desempeño por producto son factores clave en proveer estabilidad de ingresos. Fitch también puede hacer sus propios estimados sobre la vulnerabilidad del administrador de inversiones 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 de largo plazo, más favorablemente ya que proveen a los administradores de inversión 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.

Definiciones de Ganancias IM

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

Fuente: Fitch.

Administradores de Inversiones, Compañías Administradoras de Inversiones y Fondos de Inversión Métricas Clave de Ganancias y Rentabilidad

Administradores de Inversiones
(F)EBITDA/Ingresos por Comisiones
Comisiones de Administración/Comisiones Totales
Comisiones de Administración/Ingresos Totales
(Compensación Base + Gastos Operativos)/Ingreso por Comisiones Total
Compensación de Incentivos/ Ingreso por Incentivos
Ganancias relacionadas a comisiones (Ingreso Neto)/Ingreso por Comisiones
Ingreso Neto/Capital Promedio
Compañías Administradoras de Inversiones y Fondos de Inversión
Ingreso Neto/Activos Promedio
Ingreso Neto/Capital Promedio

Fuente: Fitch.

Administradores de Inversión — Puntos de Referencia Típicos de Ganancias y Rentabilidad

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

Fuente: Fitch.

Al evaluar el desempeño de ganancias, Fitch generalmente comparará índices clave de desempeño no solamente con los pares de un administrador de inversiones, pero también 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.

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 esperaría típicamente 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.

En el caso de administradores de inversiones que son más intensivos en el uso del balance, los rendimientos sobre activos (*ROA, por sus siglas en inglés*) y los rendimientos sobre el capital (*ROE, por sus siglas en inglés*) son elementos de consideración además de las medidas de (F)EBITDA. En el caso de las compañías administradoras de inversiones, las ganancias y rentabilidad suelen ser un factor de calificación de menor influencia dado el enfoque analítico en la sobrecolateralización del activo y liquidez en relación con la deuda y dado que las ganancias pueden verse afectadas periódicamente por ganancias/pérdidas no realizadas como resultado de cambios en el valor de mercado de las inversiones subyacentes. En el caso de los fondos de inversión, las ganancias y rentabilidad son típicamente evaluadas en base al ROE.

Capitalización y Apalancamiento: El análisis de Fitch del apalancamiento y capitalización del IM generalmente toma un enfoque corporativo, en el cual el enfoque primario es en el flujo de efectivo 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.

Administradores de Inversiones, Compañías de Inversión y Fondos de Inversión Métricas Clave y Métricas de Apalancamiento

Administradores de Inversión

Deuda Bruta/(F)EBITDA

Deuda Neta/(F)EBITDA

Deuda Bruta/Capital Tangible

Deuda Bruta/Capital Fundamental de Fitch

Deuda neta/Capital Tangible

Compañías de Inversión

Deuda Bruta/Capital Tangible

Fondos de Inversión

(Posiciones de Inversión Largas Brutas + Posiciones Cortas Brutas)/NAV

Fuente: Fitch.

El apalancamiento, medido como 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 las comisiones contra el capital invertido o capital comprometido en lugar de en contra del NAV actual. Estas comisiones son más estables a lo largo del tiempo, ya que no varían con las condiciones de mercado. En concordancia, Fitch aplica puntos de referencia de apalancamiento más conservadores para los IMs con la mayoría de sus comisiones evaluadas en contra de NAV, en comparación con aquellos con la mayoría de sus cuotas evaluadas en contra del capital comprometido.

Administradores de Inversión — Puntos de Referencia Típicos para Capitalización y Apalancamiento

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

^aPara Administradores de inversión con la mayoría de sus comisiones evaluadas con base al valor neto del activo. ^bPara Administradores de inversión con la mayoría de sus comisiones evaluadas con base a los activos invertidos o comprometidos. ^cPara fondos alternativos de capital fijo. Fuente: Fitch.

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 potenciales, que podrían esperarse que añadieran (F)EBITDA incremental con el tiempo. A la inversa, los objetivos de apalancamiento de largo plazo de un 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 las compañías administradoras de inversiones, los fondos de inversión y los administradores de inversiones que tienen una exposición material de co-inversión, la capitalización del balance es una consideración más significativa. Al revisar la adecuación de la capitalización, Fitch considera el tamaño de la base de capital en relación con los riesgos del administrador de inversiones, la compañía administradora de inversiones, o el fondo de inversión. Fitch se esfuerza por obtener información sobre las inversiones subyacentes para poder evaluar el impacto potencial sobre la compañía, el fondo o firma, incluyendo información sobre la liquidez y volatilidad de precio de las inversiones 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 del administrador de inversiones para reunir nuevo capital y generar capital internamente. Si está sujeto a requisitos regulatorios de capital, Fitch también revisará estos, ya sea en la propia firma o en cualquier subsidiaria regulada.

Fitch inicia su análisis de capital evaluando el nivel del Capital Fundamental según Fitch como se define en el Anexo 7. Ya que muchas de las diferencias entre el Capital Fundamental según Fitch y el capital común tangible no son relevantes o no están disponibles para muchos IMs, el

Métricas Clave de Fondeo, Liquidez y Cobertura de los Administradores de Inversiones y Compañías Administradoras de Inversiones

Administradores de Inversiones

(F)EBITDA/Gasto por Intereses

(Efectivo + Activos Líquidos)/ Activos Totales

(Efectivo + Activos Líquidos)/Deuda

(Efectivo + Activos Líquidos + Co-inversión)/Debt

Activos Líquidos/Compromisos del Fondo

Dividendos/Ganancias en Efectivo

Compañías Administradoras de inversiones

Dividendo ascendente y cobertura de los ingresos por intereses sobre los gastos por intereses de la compañía tenedora

Dividendo ascendente y cobertura de los ingresos por intereses sobre los gastos operativos, gastos por intereses y dividendos de dos años de la compañía tenedora

Fondos de Inversión

(Efectivo + Activos no comprometidos)/Deuda No Garantizada

Total de Activos No-líquidos/Valor de Activos Neto

Fuente: Fitch.

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. Al hacer dichos cálculos, Fitch se enfoca típicamente en el balance no consolidado para excluir los efectos de los activos y pasivos sin recurso.

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 deterioro si la viabilidad del negocio adquirido se deteriora. Fitch incorporará el potencial para dicho deterioro en su análisis como sea 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, el deterioro significativo sería un indicador negativo sobre la salud general de los ingresos principales 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 sea 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 las compañías administradoras de inversiones, Fitch tiende a enfocarse en la deuda no consolidada a capital como la medida principal de apalancamiento y considera de baja o poca influencia las medidas de apalancamiento de flujo de efectivo. El apalancamiento consolidado puede considerarse como una medida secundaria para evaluar el grado total de apalancamiento de las inversiones subyacentes del portafolio. Fitch también puede poner más énfasis en medidas de apalancamiento consolidado en su análisis en la medida que una compañía administradora de inversiones tenga un historial sostenido de proveer soporte financiero a las compañías del portafolio de la cartera. En el caso de fondos de inversión, Fitch usualmente analiza el apalancamiento, de manera similar a las sociedades de corretaje de valores, usando NAV como sustituto de capital. Altos niveles de apalancamiento serían vistos como un atributo negativo de calificación para fondos de inversión, dado que tienen ganancias menos estables y el hecho que el reembolso de obligaciones generalmente viene de la venta de activos y estos activos son por lo regular menos líquidos. Dicho esto, el apalancamiento de los fondos de inversión puede variar ampliamente dependiendo del perfil de riesgo, liquidez y duración de los activos.

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. Las compañías administradoras de inversiones y los fondos de inversión pueden pedir préstamos para fondear inversiones del portafolio y/o mejorar los rendimientos de las inversiones. Al evaluar la estabilidad de dichas fuentes de financiamiento, Fitch revisa el perfil de vencimiento de deuda, las fuentes de pago para cualquier vencimiento de corto plazo, la naturaleza de obligaciones significativas relacionadas a la deuda (covenants) y el desempeño actual y reciente 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 compañías de inversión, fondos de inversión y administradores de inversión con mayor exposición material del balance, Fitch también considera el perfil de vencimiento de las fuentes de fondeo de la firma relativo a sus vencimientos de su activo y la liquidez del activo.

Administradores de Inversión — Puntos de Referencia Típicos de Fondeo, Liquidez y Cobertura

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
EBITDA Ajustada/Gasto por interés(x) ^a	x>18	12<x≤18	6<x≤12	3<x≤6	x≤3
FEBITDA Ajustada/Gasto por interés(x) ^b	x>12	8<x≤12	4<x≤8	2<x≤4	x≤2
Cobertura de dividendo ascendente de un año de Gasto por interés(x) ^c de Holdco	x>10	6<x≤10	3.5<x≤6.0	2.5<x≤3.5	x≤2.5
Cobertura de dividendo ascendente de dos años de Gasto por interés y dividendo	x>1.0	x>1.0	x>1.0	x≤1.0	x≤1.0

^a Para Administradores de inversión con la mayoría de sus comisiones evaluadas con base al valor neto del activo. ^b Para Administradores de inversión con la mayoría de sus comisiones evaluadas con base a los activos invertidos o comprometidos. ^c Para fondos alternativos de capital fijo. Fuente: Fitch.

Para los administradores de inversiones, las compañías administradoras de inversiones y los fondos de inversión más pequeños 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 niveles bajos 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 (covenants), 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 administradores de inversiones, las compañías administradoras de inversiones y los fondos de inversión de grado de inversión tendrán un monto razonable de espacio bajo sus covenants. Fitch nota que los administradores de inversiones, las compañías administradoras de inversiones y los fondos de inversión sin grado de inversión tienden a tener covenants más restrictivos que las compañías con calificaciones más altas. El incumplimiento de covenants de deuda 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 gastos por intereses. Fitch aplica unos puntos de referencia de cobertura de interés más conservadores para administradores de inversión que tienen la mayoría de sus comisiones evaluadas con base en NAV en relación con administradores de inversión que tienen la mayoría de sus comisiones evaluadas con base en el capital comprometido. Para administradores de inversión que paguen dividendos preferentes, Fitch también calcularía la cobertura (F)EBITDA tanto de gasto por intereses y dividendos preferentes. Para compañías de inversión, la cobertura se evalúa en el contexto de dividendos ascendentes e ingresos por intereses de las compañías del portafolio e inversiones relativas a los gastos operativos de la compañía tenedora, gastos por intereses y dividendos, con más de dos años de cobertura considerándose consistentes con las calificaciones de grado de inversión. En el caso de las compañías administradoras de inversiones que son privadas y no tienen políticas de dividendos establecidas, es probable que Fitch retire del denominador de su índice los dividendos de la compañía tenedora reflejando la naturaleza altamente discrecional

de dichos dividendos y la ausencia del riesgo de reputación similar que puede enfrentar una compañía administradora de inversiones que cotiza en bolsa al reducir o recortar su dividendo. En el caso de otros fondos de inversión, Fitch se enfoca mayormente en la liquidez de los activos más que en su generación de efectivo.

Las fuentes de liquidez con frecuencia incluyen efectivo en balance, valores líquidos, capacidad de líneas de crédito revolvente y efectivo operativo generado por los servicios de administración de fondo y 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 ilíquidas y que potencialmente requieren un descuento significativo si son vendidas.

La liquidez es especialmente importante para los 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. Adicionalmente, las compañías administradoras de inversiones, los fondos de inversión y los administradores de inversiones, con balances significativos pueden haber financiado una porción mayor de sus inversiones con fondos provenientes de emisiones de deuda, que podrían dar lugar a riesgo de refinanciamiento.

La mejor fuente de liquidez es mantener instrumentos de efectivo no gravados de bajo riesgo en 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 la firma.

Las mismas consideraciones aplican, aunque en menor grado, para IMs que no hacen uso extensivo de su propio balance. Fitch espera que dichos administradores de inversiones 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 administradores de inversiones que pueden extender el soporte voluntario de liquidez a sus fondos, Fitch también considerará la medida en que el administrador de inversión tiene suficientes recursos de liquidez disponibles para cubrir dichos riesgos contingentes de liquidez.

Los administradores de inversiones alternativos con frecuencia co-invierten en fondos que administran, para alinear mejor sus intereses con aquéllos de los LPs o para 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, sujeta a sus responsabilidades fiduciarias para realizar las inversiones en el momento que represente mejor interés para los inversionistas de fondos. Independientemente, Fitch revisa los niveles de liquidez del IM relativos a compromisos no fondeados, con atención particular al efectivo del balance y valores líquidos como un porcentaje de los compromisos no fondeados. Fitch generalmente busca cobertura total sobre esta base, a menos de que una gran porción de los compromisos no fondeados se relacione con fondos relativamente nuevos con un periodo de inversión restante mayor. Fitch también considera el tamaño del portafolio de co-inversión del IM para determinar la capacidad de la firma para auto-financiar nuevos compromisos con realizaciones sobre inversiones más antiguas. Sin embargo, aún con un portafolio más antiguo, desajustes o descálces son posibles dependiendo de las condiciones del mercado.

Fitch revisa si los administradores de inversiones alternativos han establecido características de lock-up y requisito sobre una porción sustancial de los fondos administrados por partes externas. Los lock-up permiten la capacidad para administrar las redenciones de clientes y las necesidades de liquidez 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. Los requisitos en contra de redenciones de inversionistas pueden tener un efecto positivo a corto plazo en la medida en que evite redenciones 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 dañino, lo que podría impactar su posibilidad futura de recaudar nuevos fondos y reducir los prospectos futuros de ganancias.

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

Los administradores de inversiones 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.

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 individuales grandes, valuaciones generales de cartera y actividad de venta de cartera. Si una inversión en estatus de no devengo es castigada significativamente en un periodo o vendida, los créditos de no devengo como un porcentaje de la cartera total

Definiciones de Ganancias BDCs

Ingresos por intereses
(+) Ingresos por dividendos
(+) Comisiones de transacción y consultoría
(-) Comisiones de Gestión base e Incentivos
(-) Gastos por Interés
(-) Gastos operacionales
(=) Ingresos netos por inversión antes de impuestos
(+) Ganancias realizadas
(-) Pérdidas realizadas
(=) Ingresos gravables (aprox.)

Fuente: Fitch.

Métricas Claves de Calidad de Activos de BDCs

Ganancias netas realizadas/Promedio de cartera, al valor
No devengo/Cartera, al Costo
No devengo/Cartera, al Valor
Apreciación neta no realizada (Depreciación)/Portafolio total, al Costo
10 primeras inversiones de cartera/Capital

Fuente: Fitch.

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 razonable para estimar el desempeño y las recuperaciones potenciales.

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 retorno. Fitch considera la frecuencia de revisiones de cartera, la distribución de calificaciones de cartera y su migración a lo largo del tiempo.

Puntos de Referencia Típicos de Calidad de Activo- BDCs

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Ganancias netas Realizadas/Promedio de cartera, al Valor (%)	x>(1.0)	(1)≥x>(3)	(3)≥x>(4)	(4)≥x>(6)	x≤(6)

Fuente: Fitch.

Las tendencias de la depreciación no realizada de cartera pueden servir como una señal temprana de advertencia de problemas potenciales de calidad de activo, ya que los BDCs deben incorporar el perfil crediticio del acreditado final en decisiones trimestrales de valuación. Las tendencias relativas también pueden proveer entendimiento de la fortaleza 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 actual puede indicar procedimientos de originación débiles y/o valuación errónea. Un incremento en cupones de intereses no monetarios (también conocidos como pagos en especie) también puede indicar un perfil de crédito más débil de la cartera subyacente, ya que las sociedades del portafolio pueden tener flujos de efectivo insuficientes para cumplir con sus pagos de intereses y la capitalización de pagos de cupón puede ser un precursor para castigos eventuales.

Fitch usa las pérdidas netas realizadas como un porcentaje de la cartera, a su valor razonable, como un aproximado para los castigos netos. Esta métrica puede ser algo burda entre periodos de reporte, influenciada por el desempeño individual de las compañías del 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 originación débil particularmente si el desempeño es significativamente menor que los BDCs pares. Aún, pérdidas realizadas también pueden ser generadas debido a estrategias de optimización de cartera, donde valores de menor rendimiento son 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 antigüedad. 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 concentraciones excesivas podrían incrementar las correlaciones en el desempeño de las compañías del portafolio.

Fitch evalúa las inversiones más grandes del portafolio, a su valor razonable, 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 por antigüedad, Fitch considera el ambiente de originación. Un monto significativo de actividad de originación durante condiciones de mercado altamente competitivas podría producir problemas de calidad de activo por el camino. Fitch considera las estadísticas de las compañías subyacentes del portafolio incluyendo apalancamiento, cobertura de intereses y EBITDA promedio para evaluar el potencial de debilitamiento de la calidad de activos en un ambiente estresado.

Ganancias y Rentabilidad: Las métricas de rentabilidad son monitoreadas en dos categorías generales – aquellas que se enfocan en 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 por intereses favorablemente, dada la estabilidad relativa de este flujo de ingresos. Las contribuciones excesivas de comisiones transaccionales, impulsadas por volumen de originaciones y/o de reembolsos o ganancias de capital más episódicas son vistas negativamente por Fitch, ya que estas fuentes de ingreso son probablemente más inestables a lo largo del tiempo o proveen la motivación errónea para crecer. Por ejemplo, un BDC puede inclinarse a continuar a originar inversiones en un entorno competitivo de crédito si el ingreso de comisiones se necesita para cumplir con pagos de dividendos.

Métricas Clave de Ganancias y Rentabilidad BDCs

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.

Puntos de Referencia Típicos de Ganancias y Rentabilidad—BDCs —

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

Fuente: Fitch.

Perfil Financiero — Compañías de Desarrollo de Negocios

	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 probablemente 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 por encima del promedio de activos y pérdidas no generadoras de interés. Las medidas de calidad de activos son probablemente 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 acumuladas de cartera neta obtenida en un ciclo o falta de desempeño a través de un ciclo.	Tiene niveles significativamente por encima del promedio de activos no productivos y pérdidas. Las medidas de calidad de activo son probablemente muy inestables basadas en cambios en ciclos económicos y/o de tasa de interés y generalmente peores o más vulnerables que promedios amplios de la industria. Las concentraciones de cartera son muy altas. Pueden tener pérdidas significativas acumuladas de cartera neta obtenida en un ciclo o historial limitado de desempeño.	Tiene o probablemente tenga medidas de calidad de activo considerablemente más débiles de puntos de referencia de la industria o normas históricas.
Ganancias y Rentabilidad	Las ganancias y rentabilidad son altamente predecibles a través de ciclos económicos y/o de tasa de interés. Dependencia limitada sobre ingreso transaccional. Estructura de costos altamente variable. Medidas de rentabilidad son consistentemente conmensuradas con 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 tasa 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 sujetos 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.
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 están ampliamente conmensurados con el riesgo. La capitalización y el apalancamiento son mantenidos con reservas satisfactorias contra mínimos regulatorios y generalmente en línea con instituciones pares	Los niveles de capital no 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.

Perfil Financiero — Compañías de Desarrollo de Negocios (continuación)

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC y más bajas
Fondeo, Liquidez y Cobertura	La fondeo 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 monetario. Ingreso en efectivo neto de inversión significativamente excede pagos de dividendos. Planes de contingencia de financiamiento extremadamente robustos están en vigor.	La fondeo 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 vencimiento promedio de activos de cartera. Acceso demostrado a mercados de capital en ciclos. Ingreso no monetario mínimo. Ingreso en efectivo neto de inversión excede significativamente pagos de dividendo. Planes de contingencia de financiamiento muy robustos están en vigor.	La fondeo 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 no monetario neto de inversión excede pagos de dividendos. Planes de contingencia de fondeo robustos están en vigor.	La fondeo y liquidez son generalmente estables, aunque puede haber concentraciones moderadas de financiamiento. Dependencia sobre fuentes al por mayor de financiamiento menos estables. El financiamiento es sensible a la confianza y la liquidez puede ser menos cara o menos estable durante periodos de estrés. Componente significativo de fondeo no garantizada. La duración del financiamiento es conmensurada con vencimiento promedio de activos de cartera. Acceso demostrado a mercados de capital, pero pueden ser más sensibles a condiciones del mercado. Ingreso moderado no monetario. Ingreso en efectivo neto de inversión iguala pagos de dividendo. Planes de contingencia de fondeo razonables están en vigor.	La fondeo 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 significativo no monetario. Ingreso no monetario neto de inversión está muy por debajo de pagos de dividendo. Planes de contingencia de financiamiento pueden no estar bien desarrollados.	La fondeo 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 significativo no monetario. Ingreso no monetario neto de inversión está por debajo de pagos de dividendo. No existen planes contingentes de financiamiento.	

La estructura de costos de un BDC es analizada por la cantidad de flexibilidad provista 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 comisiones base de administración disminuirán con la contracción de activos y las comisiones 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 requerimientos de rendimiento total 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 razonable cada trimestre, Fitch se enfoca en lo que dio lugar a los cambios y la probabilidad de que estos sean realizados.

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 realizada 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 covenants sobre líneas de crédito de un BDC, lo que podría conducir a un proceso largo y costoso de renegociación o a 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 de marcar a valor razonable el portafolio trimestralmente, lo cual puede tener un impacto excesivo sobre el apalancamiento durante periodos de estrés económico.

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 la composición de la cartera y a las condiciones 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 excesiva 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.

Métricas Clave de Capitalización y Apalancamiento BDCs

- 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.

Puntos de Referencia Típicos de Capitalización y Apalancamiento — BDCs

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Deuda/Capital (x)	x<0.25	0.25≤x<0.50	0.50≤x<0.80	0.80≤x<1.00	x≥1.00

Fuente: Fitch.

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

Fitch revisa el índice de apalancamiento de un BDC relativo a su objetivo interno a lo largo del tiempo, para evaluar su legitimidad. Fitch también considera la capacidad de una firma de

reunir capital social y pagar préstamos para reducir su apalancamiento al operar en o por encima del objetivo articulado. Fitch estresará la cartera del BDC, con descuentos (*haircuts*) aplicados basados en la prelación 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 que se consideran agresivos para un ambiente operativo o composición de cartera determinados, 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 el compromiso de un grupo diverso de bancos más favorablemente que las relaciones únicas o concentradas con fondeadores ya que las condiciones de cambio en cualquier institución financiera resultarían en una reducción en préstamos a la industria y en la cancelación del compromiso existente al vencimiento o antes si es permitido.

Puntos de Referencia Típicos de Fondeo, Liquidez y Cobertura — BDCs

	aa y Mayor	a	bbb	bb	b y Menor
Deuda no garantizada/Deuda Total (%)	x>90	50<x≤90	35<x≤50	x≤35	x = 0

Fuente: Fitch.

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 fondeo garantizado en el caso de una disrupción significativa en los mercados de capital. 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 base no gravada de activos para fondeadores quirografarios. Sin embargo, los BDCs generalmente pueden emitir deuda garantizada a plazo, que comparten el gravamen general de las líneas revolventes, 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 son 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 de su acceso a mercados de capital, ya que es su fuente primaria de capital de crecimiento. Los BDCs no pueden emitir capital por debajo del valor neto de sus activos, sin la aprobación de los accionistas, 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 dóciles con los BDCs que realicen emisiones oportunistas que generen retornos positivos para los accionistas comparado con BDCs que tienen un historial emitiendo capital dilutivo. Fitch también generalmente prefiere emisiones de capital estratégicas sobre recaudaciones de fondos continuas, ya que las condiciones de mercado pueden no ser siempre conducentes al

despliegue de flujos 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 basada en el efectivo de balance irrestricto, la capacidad de endeudamiento no usada sobre líneas revolventes, la generación de efectivo del portafolio y la cobertura de ganancias en efectivo sobre los 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 las compañías del portafolio, conforme sea necesario, y para cumplir con vencimientos de deuda de corto plazo. Sin embargo, los BDCs que mantienen la capacidad de fondeo (y apalancamiento) para tomar ventaja de oportunidades atractivas de mercado conforme surjan son consideradas más favorablemente por Fitch.

Fitch revisa los flujos de efectivo del portafolio, los cuales provienen de pagos anticipados, amortización y actividad de ventas, para entender el nivel de liquidez generado por el portafolio subyacente. Las tendencias del portafolio son altamente susceptibles al ambiente de mercado, por lo que pueden ser difíciles de predecir a lo largo del tiempo. Los pagos anticipados pueden acelerarse cuando las tasas de interés caigan, pero los flujos de efectivo del portafolio pueden retardarse considerablemente durante periodos de estrés de mercado. Aún, si el volumen de originación es reducido, el efectivo generado de la amortización del principal estaría disponible para pago 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 los accionistas. Como resultado, Fitch espera que el NII financie la mayoría de los dividendos a lo largo del tiempo. Para su cálculo de cobertura de dividendos, Fitch ajusta el NII por el ingreso y gastos no monetario para igualar las ganancias en efectivo con los pagos de dividendos. Las ganancias no monetario 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 del 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 excesiva a ganancias PIK más negativamente, dada la mayor desconexión entre ganancias en efectivo e ingreso gravable.

Cuando ocurren ganancias realizadas de cartera, Fitch las considera más favorablemente cuando esos ingresos son distribuidos como un dividendo especial o si se lleva 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 de NII, particularmente cuando inversiones de deuda en problemas hayan sido reestructuradas en capital.

Fitch considera que una disminución en cobertura de NII en efectivo sobre dividendos por debajo de 100% por un periodo extendido de tiempo debe compensarse 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.

Esta sección refleja la incorporación la metodología de calificación de Fitch tal y como aparece en el reporte "Metodología para calificar REITs hipotecarios de EUA y Sociedades Financieras Similares," con fecha del 20 de enero de 2016.

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.

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

	Actividad	Uso del Balance	Principal Fuente de Fondeo ^a	Riesgo de Valor Residual?	Principal Fuente de Ganancias	Estabilidad de la Rentabilidad
Leasing	Arrendamiento Financiero de Aeronaves	Alto	Garantizada/ABS/No Garantizada	Si	Ingreso por Arrendamiento Financiero	Más Cíclica
	Arrendamiento Financiero de	Alto	ABS/Líneas Bancarias Garantizadas	Si	Ingreso por Arrendamiento Financiero	Cíclica
	Arrendamiento Financiero de Flotas de Automóviles	Alto	ABS/No Garantizada	Generalmente No	Ingreso por Arrendamiento Financiero	Menos Cíclica
	Arrendamiento Financiero de Camiones	Alto	No Garantizada/Garantizada	Si	Ingreso por Arrendamiento Financiero	Menos Cíclica
	Arrendamiento Financiero de Ferrocarriles	Alto	Garantizada	Si	Ingreso por Arrendamiento Financiero	Cíclica
	Renta de Autos	Alto	ABS	Si	Ingreso por Renta	Más Cíclica
Finanzas Comerciales y de Consumidor	Crédito Comercial	Alto	Depósitos/No Garantizada	No	Ingreso de Margen	Cíclica
	Crédito Automotriz	Alto	ABS/Depósitos/No Garantizada	Si	Ingreso de Margen	Cíclica
	Tarjeta de Crédito	Alto	ABS/Depósitos	No	Ingreso de Margen	Cíclica
	Crédito Estudiantil	Alto	ABS/Depósitos	No	Ingreso de Margen	Estable
	Créditos Hipotecarios	Alto	Garantizada	No	Comisión por Apertura/Ingreso por Administración de Cartera	Estable
	Factoraje	Alto	Depósitos/No Garantizada	No	Ingreso por Comisiones	Cíclica
	Casa de Empeño	Alto	No Garantizada	Si	Ingreso por Comisiones/ Ventas de Mercancía	Cíclica
	Créditos de Nómina	Alto	Líneas Bancarias Garantizadas	No	Ingreso de Margen y Comisiones	Cíclica
Servicios Financieros	Créditos entre Pares	Bajo	Menudeo sin recurso/institucional	No	Comisiones por Apertura	Cíclica
	Servicios Hipotecarios	Bajo	Garantizada	No	Ingreso por Administración de Cartera	Cíclica

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

Calidad de Activos: Las medidas comunes de calidad de activo incluyen morosidades, deterioros, activos no productivos, castigos netos 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 originación de la firma y al apetito articulado de riesgo y compara las medidas con firmas pares con productos similares. Fitch gana confort con la cultura y competencia de originación de un emisor a lo largo del tiempo observando el desempeño relativamente estable de la cartera a través de ciclos económicos.

En consistencia con los puntos de referencia de Fitch de la calidad de activos para bancos, los puntos de referencia de calidad de activos para compañías de financiamiento y arrendamiento con un uso elevado del balance derivan de combinar el entorno operativo de la entidad con el valor de la métrica financiera. Esto refleja la expectativa de Fitch de que el entorno operativo representará una proporción significativa de las diferencias de las métricas a lo largo de países y regiones debido a las diferencias en los perfiles de riesgo financiero que surgen

Métricas Clave de Calidad de Activo Finco

Créditos Vencidos/Créditos totales

Castigos Netos/Créditos Promedio

Ganancias (Pérdidas) de Valor Residual/Valor en Libros de Activos

Reservas/Créditos Brutos

Reservas/Castigos Netos

Fuente: Fitch.

directamente de los entornos en los cuales operan las entidades (vea la Sección II.1, Evaluación del Entorno Operativo). La clasificación nivelada por entorno operativo no se aplica a otras métricas o subsectores de instituciones financieras no bancarias dado que la calidad del activo no es una consideración analítica central para ciertos subsectores (como para los administradores de inversión, en donde el desempeño del activo es más importante) o las diferencias operativas no están presentes (como para los BDCs, las cuales operan en un entorno operativo individual).

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 estática para medir la calidad de activos de cosechas diferentes. El análisis de fondos estáticos o de cosechas puede proveer una advertencia temprana de problemas, como el deterioro rápido de la calidad del activo, forzando castigos acelerados, que pueden destacar el relajamiento de las políticas de originación.

Fitch reconoce que la estacionalidad puede jugar también un papel en distorsionar la calidad de activos y para complementar el análisis de cosechas, Fitch puede analizar otras métricas de calidad del activo ajustadas al crecimiento, considerando los índices de deterioro/morosidad y castigos netos 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 absoluto en morosidades y pérdidas de cartera de un periodo a otro.

Compañías de Financiamiento y Arrendamiento — Puntos de Referencia Típicos de Calidad de Activo por Entorno

(%)		Categoría de Calificación				
Indicador de Deteriorados/no rentables ^a		aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Puntuación de Entorno Operativo	aa y Mayor	x≤1	1<x≤3	3<x≤6	6<x≤14	x>14
	a	x≤0.25	0.25<x≤2	2<x≤5	5<x≤12	x>12
	bbb		X≤0.5	0.5<x≤4	4<x≤10	x>10
	bb			x≤0.75	0.75<x≤5	x>5
	b y Menor				x≤1	x>1

^aPara países y/o clases de activos donde el marco de deterioro y no rentable no es utilizado, los índices de morosidad (usualmente 30 días) pueden usarse como sustituto. Fuente: Fitch.

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 la experiencia de deterioro/morosidad y castigos. Por ejemplo, Fitch considera que las estrategias de cobro de un emisor para cuentas deterioradas/morosas y la posibilidad de mejorar las tasas esperadas de *recuperación*. Fitch no toma un enfoque de “un método 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 re-poseer y disponer de una 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 disponer de o renovar la 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 subestimación de la depreciación y por lo tanto una sobre-estimación 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 las ganancias refleja principalmente una evaluación de ganancias recurrentes basadas en efectivo, principalmente ingresos netos por intereses y arrendamiento y comisiones, al contrario de ganancias/pérdidas no recurrentes, ganancias no monetario o ganancias por valor de mercado sobre derivados o inversiones. Aún, los cargos no monetario no son ignorados, ya que pueden señalar al potencial de ingreso futuro. Por ejemplo, un arrendador de aeronave puede registrar cargos por deterioro 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.

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 elementos no monetarios significativos disminuyen la calidad de las ganancias.

Generalmente, Fitch espera que una compañía de financiamiento y arrendamiento de alto uso de balance financiero obtenga predominantemente ingresos por el diferencial en las tasas de interés (*spread*), los cuales son complementados con ingresos por comisiones y otros ingresos. Si obtiene una buena parte de sus ingresos de comisiones, como es el caso de las compañías de financiamiento y arrendamiento con un uso bajo del balance financiero, Fitch evalúa la confiabilidad y variabilidad de estas comisiones a lo largo del ciclo. Adicionalmente, es probable que Fitch también revise los devengos de comisiones por servicios, tales como comisiones por el uso de tarjeta de crédito o las políticas de supresión de comisiones para ingresos diferidos con la finalidad de evaluar a través del tiempo el grado de recuperación, según aplique.

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

	aa y Mayor	a	bbb	bb	b y Menor
Utilidad antes de Impuestos/Activos promedio (%) ^a	x>4	3<x≤4	2<x≤3	1<x≤2	x≤1
EBITDA/Ingresos (%) ^b	x>25	20<x≤25	15<x≤20	10<x≤15	x≤10

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

Métricas Clave de Ganancias y Rentabilidad Finco

Uso Alto 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

Uso Bajo de Balance:

EBITDA/Ingresos

Ingreso antes de Impuesto/Ingresos

Fuente: Fitch.

Para compañías de financiamiento y arrendamiento con alto uso del balance financiero, Fitch se enfoca principalmente en rendimientos de cartera y retorno sobre activos y capital, que son más fácilmente comparables en los universos bancarios y no bancarios. Fitch también considerará los márgenes ajustados por riesgo, los cuales miden el nivel de rentabilidad para el riesgo contraído, ya que deducen el gasto por provisión y el gasto por interés del total del ingreso operativo neto. Para las compañías de financiamiento y arrendamiento con un uso bajo del balance financiero, Fitch pone énfasis en el análisis de márgenes.

Fitch también considera los gastos operativos relativos 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 comparación con 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 fuera de su balance, Fitch se enfoca en medidas de rentabilidad sobre activos administrados, que considera utilidades y gastos reportados relativos a la cartera administrada 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 comisión por administrar 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 las 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. La calidad de activos probablemente 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 por encima del promedio de activos deteriorados y pérdidas. Las medidas de calidad de activo son probablemente más volátiles en vista de los cambios en 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 probablemente muy volátiles basado en 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 ser muy altos.	Tiene o es probable que tengan medidas de calidad de activos que son considerablemente más 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 no reflejar totalmente el riesgo inherente y están sujetos 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.

Perfil Financiero — Compañías Financieras y de Arrendamiento (continuación)

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc y más bajas
Capitalización y Apalancamiento	La capitalización es extremadamente fuerte y conmensurada con 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 son ampliamente conmensurados con 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 resistir 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.
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 fondeo 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 sensible a la confianza. Las fuentes de financiamiento son relativamente diversas. La duración de financiamiento es menos sensible a la confianza. Las fuentes de financiamiento son muy diversas. La duración de financiamiento excede vencimiento 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. El fondeo al por mayor es predominantemente de largo plazo. El financiamiento puede ser modestamente sensible a la confianza. Las fuentes de financiamiento son relativamente diversas. La duración de financiamiento es conmensurada con promedio de activos de cartera. El fondeo es en gran medida no garantizado, apoyado por fondos comunes robustos de activos no gravados. Planes robustos de financiamiento 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 vencimiento promedio de activos de cartera. Componente significativo de fondeo 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 vencimiento promedio de activos de cartera. Fondeo significativo garantizado, con algún gravamen de activos de balance. Los planes de financiamiento de contingencia pueden no ser suficientes.	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 vencimiento promedio de activos de cartera. Fondeo 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. Fondeo totalmente garantizado y balance totalmente gravado. No existen planes contingentes de financiación.

Capitalización y Apalancamiento: La evaluación que hace Fitch de las métricas de capitalización y apalancamiento de una compañía financiera y de arrendamiento se enfoca principalmente en medidas tradicionales de apalancamiento, tales como deuda a capital tangible y deuda a capital fundamental según Fitch o FCC por sus siglas en inglés (para compañías financieras y de arrendamiento con alto uso del balance) y deuda/EBITDA (para compañías financieras y de arrendamiento con bajo uso del balance). En el caso de emisores que han desarrollado marcos propios de capital ajustado por riesgo (o requieren cumplir con medidas de capital ajustadas por riesgo por razones regulatorias), Fitch discute el proceso con la administración para entender cómo se utilizan los resultados de tal marco en la toma de decisiones.

Métricas Clave de Capitalización y Apalancamiento Finco

Alto uso de balance financiero

Deuda/Capital tangible

Deuda/Capital Fundamental Fitch
Capital Fundamental Fitch/Activos Tangibles

(Ingreso neto-Dividendos-Recompra de acciones)/Capital inicial

Bajo uso de balance financiero

Deuda/EBITDA

Fuente: Fitch.

Para entidades financieras y de arrendamiento que activamente bursatilizan sus activos que están fuera de balance (usualmente aquellos basadas en EUA), los activos administrados (definidos como activos reportados en la hoja de balance menos el crédito mercantil menos intangibles más las cuentas por cobrar de las bursatilizaciones por recibir fuera de balance) pueden ser utilizados para reemplazar cifras reportadas en la hoja de balance. Adicionalmente, la deuda administrada (deuda reportada en el balance más la deuda fuera de balance) puede utilizarse para reemplazar cifras en la hoja de balance.

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 plazo promedio de arrendamiento sea relativamente menor y la exposición de valor residual sea modesta, como las compañías de arrendamiento de carros y arrendadores de montos pequeños, el análisis de Fitch de apalancamiento y capitalización puede tomar un enfoque corporativo, en el que el enfoque es en la cobertura de flujo de efectivo y el cumplimiento de deuda. Fitch usa EBITDA 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 si no se espera ningún cambio significativo en los niveles de activos arrendados. Sin embargo, en ese caso, Fitch consideraría sumar de nuevo los ingresos de la venta de activos arrendados a su cálculo de flujo de efectivo, ya que probablemente se consideraría una fuente significativa de pago de deuda.

Compañías de Financiamiento y Arrendamiento — Puntos de Referencia de Capitalización y Apalancamiento Típicos

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Deuda/ Capital tangible (x) ^a	$x < 1.0$	$1.0 \leq x < 3.0$	$3.0 \leq x < 5.0$	$5.0 \leq x < 7.0$	$x \geq 7.0$
Deuda/EBITDA (x) ^b	$x < 0.5$	$0.5 \leq x < 1.5$	$1.5 \leq x < 2.5$	$2.5 \leq x < 3.5$	$x \geq 3.5$

^aPara compañías de financiamiento y arrendamiento con alto uso de balance financiero. ^b Para compañías de financiamiento y arrendamiento con bajo uso de balance financiero. Fuente: Fitch.

Al evaluar las protecciones al acreedor, cuando la información esté disponible, Fitch se enfocará en los activos no gravados relativos a la deuda no garantizada. Esto comprende no solamente el monto, pero también la calidad relativa de activos que respaldan las 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 prelación 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 puede no 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 distribuyen alguna parte de sus ganancias ya sea a una compañía matriz o a accionistas públicos/privados, que reduce los niveles de capitalización. Para razones de pago, Fitch se enfoca en medidas combinadas, lo que incluye tanto dividendos como readquisiciones netas de acciones, ya que ambos representan un uso

del efectivo de la entidad. Una razón de pago combinado provee mejor entendimiento sobre la administración de capital de una compañía financiera y de arrendamiento y sobre la generación interna de capital. Como tal, Fitch calcula las medidas de generación interna de capital y los índices de pago de dividendos que incorporen el efecto de readquisiciones netas de acciones.

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 matriz que ha sido entregado como capital en subsidiarias. Mientras que un monto pequeño de doble apalancamiento puede ser esperado, a Fitch le preocupa cuando el doble apalancamiento es alto (por ejemplo, por encima del 120% del capital común de una compañía matriz). Un alto grado de doble apalancamiento puede resultar en diferenciales mayores 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 pago 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 mayoristas 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 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 parte de una 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.

El fondeo contingente debe ser accesible razonablemente durante tiempos de estrés financiero y no debe recaer en un emisor para mantener el cumplimiento de covenants.

Compañías de Financiamiento y Arrendamiento — Puntos de Referencia de Fondeo, Liquidez y Cobertura Típicos

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
Deuda no garantizada/Deuda Total (%) ^a	x>90	50<x≤90	35<x≤50	x≤35	x = 0
EBITDA/Gasto de Interés (x) ^b	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3

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

Fuente: Fitch.

Métricas Clave de Fondeo, Liquidez y Cobertura Finco

Alto uso de balance financiero

Deuda no garantizada/Deuda Total

Deuda de corto plazo/Deuda Total

EBITDA/Gasto de Interés

Activos no gravados/Deuda no garantizada

Dividendos/Ingreso Neto

Bajo uso de balance financiero

EBITDA/Gasto de Interés

Fuente: Fitch.

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 de estrés prolongado 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 importancia añadida para compañías de arrendamiento con grandes libros de órdenes, particularmente dado que esos pasivos tienen que 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 compromisos para comprar activos de fabricantes, en algunos casos, años antes de que sean arrendados. La existencia de fondeo comprometido, como las líneas mayoristas, ayuda a mitigar algún riesgo; sin embargo, el vencimiento de las líneas 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 levantamiento de capital. Sin embargo, la existencia de libros significativos de orden, particularmente si son grandes, pueden ser una restricción de calificación.

Fitch presta particular atención a los *covenants* de los acuerdos crediticios a fin de comprender las características del *covenant* y de las garantías, dado que 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 *covenant*, 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 un *covenant* 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 estos 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 señalización negativo. 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 gravamen así como las políticas que gobiernan el monto y composición del portafolio.

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 períodos 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 tener 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 períodos 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 (Sección IV.1) más adelante.

Fitch considera que una sobre dependencia de fuentes de financiamiento garantizadas, como la bursatilización respaldada por activos, acuerdos de recompra, bonos garantizados, o créditos garantizados por bancos, pueden limitar la calificación crediticia individual de una compañía de financiamiento y arrendamiento, ya que un alto índice de activos gravados reducirá la flexibilidad financiera y las 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 senior no garantizada contra la calificación crediticia individual.

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 una probabilidad incrementada de soporte voluntario para obligaciones sin recurso en 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.

Generalmente, Fitch considera que los REITs hipotecarios tienen posiciones de liquidez más débiles que otras compañías financieras similares que no han elegido el estatus REIT, ya que los REIT tienen una flexibilidad de retención de capital más débil. Sin embargo, los REITs que

abordan las distribuciones de dividendos requeridas por medio de emisión de acciones en lugar de pagos en efectivo de dividendos pueden tener una liquidez más fuerte que los REIT que pagan la mayoría del ingreso gravable en forma de dividendos en efectivo a los accionistas.

En base a los lineamientos establecidos por la Asociación Nacional de Fideicomisos de Inversión Inmobiliaria (National Association of Real Estate Investment Trusts), los fondos de operaciones (FFO por sus siglas en inglés) para REITs hipotecarios se definen como el ingreso neto menos ganancias (o pérdidas) de ventas de propiedades, más la depreciación y amortización, más ajustes de asociaciones y alianzas comerciales no consolidadas. Para REITs hipotecarios, Fitch compara los dividendos pagados a los accionistas con los FFO. Los ajustes para asociaciones y alianzas comerciales no consolidadas serán calculados para reflejar los FFO sobre la misma base.

Fitch sustrae los gastos de capital y excluye los elementos no monetarios incluidos en los FFO para llegar a los fondos ajustados de operaciones (AFFO por sus siglas en inglés) de los REITs hipotecarios, y compara los dividendos pagados a accionistas con los AFFO. Aunque los FFO y AFFO son medidas de gastos después de intereses, estas medidas son importantes para titulares de bonos y accionistas preferenciales. Concretamente, si los indicadores de pago de FFO o AFFO se acercan o exceden el 100%, esto indica que el REIT no está reteniendo flujo de efectivo para liquidez futura que le permita cumplir con sus obligaciones de cargo fijo y está accediendo a otras formas de flujo de efectivo para pagar sus dividendos, lo que Fitch ve negativamente.

Esta sección refleja la metodología de calificación de Fitch tal y como aparecen en el Reporte de Metodología, "Financial Market Infrastructure Company Rating Criteria," con fecha del 20 de marzo del 2015

Indicadores Clave de Capitalización y Apalancamiento de FMI

Bolsas, CCPs y CSDs no bancarios

- Deuda bruta/EBITDA
- Flujo de efectivo libre/Deuda bruta
- Deuda bruta/Capital tangible
- Deuda bruta/Capital Fundamental Fitch

CSDs con licencia bancaria

- Capital Fundamental Fitch /Riesgos ponderados^a
- Indicadores de Capital Regulatorios

^aSegún aplique. Fuente: Fitch.

II.5.e Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

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

- Capitalización y Apalancamiento.
- Fondeo, Liquidez y Cobertura.
- Guanacias y Rentabilidad.
- Exposición de Contraparte.

Capitalización y Apalancamiento: Al evaluar las bolsas y los CSDs sin licencia bancaria, Fitch se enfoca principalmente en las métricas de apalancamiento de flujo de efectivo debido al bajo uso del balance financiero de sus negocios. En estos casos, la amortización de la deuda probablemente esté en función del flujo de efectivo generado por el negocio, en lugar de la liquidación de la garantía o la monetización de los activos en el balance financiero.

Fitch define el apalancamiento del flujo de efectivo como deuda bruta en proporción al EBITDA (con ajustes para elementos significativos no monetarios como la compensación no monetaria). Fitch puede enfocarse en la deuda neta/EBITDA cuando el efectivo se reserva para servicio de deuda de corto plazo. Según se aplique, Fitch puede además evaluar la deuda de arrendamiento ajustada al EBITDAR para considerar los gastos de arrendamiento operativos materiales. Bajo este enfoque, Fitch ajusta la deuda bruta al sumar el valor actual neto de los pagos futuros de arrendamiento, o 8.0x el gasto corriente de arrendamiento y ajusta el EBITDA al sumar el gasto corriente de arrendamiento.

Características Típicas y Consideraciones Analíticas del Subsector FMI

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

Para cámaras de compensación, Fitch considera las métricas de apalancamiento del flujo de efectivo pero también revisa las métricas de apalancamiento del balance financiero, el margen de garantía y las contribuciones del fondo de garantía en relación a la exposición de contraparte. Con respecto a las métricas de apalancamiento del balance financiero, Fitch considera principalmente la deuda bruta en proporción al capital tangible y la deuda neta en proporción al capital fundamental de Fitch (FCC por sus siglas en inglés). Como resultado de consolidación y fusiones y adquisiciones, una cantidad sustancial de crédito mercantil se registra en los balances financieros de muchas FMIs, lo que Fitch excluye cuando calcula las métricas de apalancamiento del balance financiero.

Para los CSDs con licencia bancaria, la calidad y el tamaño absoluto de capital y la suficiencia de capital (i.e. la medida de capital en relación a sus riesgos) son consideraciones fundamentales. Por lo tanto, es más probable que las métricas del balance financiero sean consideradas, incluyendo el FCC en relación a los riesgos ponderados, así como también los indicadores de capital regulatorio, según apliquen.

Puntos de Referencia de Capitalización y Apalancamiento Típicos —FMIs

	aa o mayor	a	bbb	bb	b o menor
Deuda Bruta / EBITDA	x<0.5	0.5≤x<1.5	1.5≤x<2.5	2.5≤x<3.5	x≥3.5
Capital Fundamental Fitch/ Riesgos ponderados (%) ^b	x>20	15<x≤20	10<x≤15	5<x≤10	x≤5

^aPara bolsas, CCPs y CSDs no bancarios. ^bCSDs con licencia bancaria, según aplique. Fuente: Fitch.

La evaluación de Fitch de la suficiencia de capital también tomará en consideración la estructura de capital de una FMI, las políticas de dividendos y de recompra de acciones y los requisitos regulatorios, según aplique. Fitch también considera el flujo de efectivo libre en proporción a la deuda bruta, lo que proporciona una idea del monto de gastos de capital que los FMIs están realizando para actualizar las plataformas tecnológicas.

Fondeo, Liquidez y Cobertura: Bajo condiciones normales de operación, una bolsa de valores o un CSD sin licencia bancaria tiene requerimientos de liquidez mínimos y depende principalmente de flujos de efectivo operativos para soportar los gastos de capital y vencimientos de corto plazo. Los requerimientos de liquidez pueden elevarse durante periodos de estrés, y por lo tanto Fitch considera las fuentes de fondeo contingente tales como líneas de crédito proporcionales a los gastos de capital y fines corporativos generales.

Indicadores Clave de Liquidez, Fondeo y Cobertura de FMI

Bolsas, CCPs y CSDs no bancarios
EBITDA/Gasto por interés

CSDs con licencia bancaria

Efectivo no restringido e instrumentos negociables (inversión)/ Deuda corto plazo

Fuente: Fitch.

Perfil Financiero — Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

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

Por otro lado, las cámaras de compensación tienen requerimientos de liquidez diferentes relacionados a las funciones de compensación y liquidación en el caso de una disrupción temporal en el mercado o si un miembro liquidador o banco custodio incumple. Por lo tanto Fitch, considera el monto de fondeo contingente disponible, incluyendo acceso a instrumentos de crédito comprometidos, el tamaño de las líneas de crédito disponibles, para cuáles de los productos ofrecidos se pueden usar las líneas, y el efectivo no restringido y valores de inversión en el balance financiero.

Los requerimientos de liquidez de los CSDs con licencia bancaria son impulsados por las transacciones y por lo tanto son de corto plazo y repentinos. Al evaluar la liquidez de los CSDs con licencia bancaria, Fitch considerará el porcentaje de activos líquidos en proporción a las salidas y el nivel de fluctuación de los depósitos de clientes.

Como parte de este análisis, Fitch revisará el cumplimiento de los *covenants* (financieros y negativos) en relación a las líneas de crédito y deuda. Es probable que el incumplimiento de los *covenants* de deuda ponga presión a la baja en las calificaciones individuales salvo que el nivel de calificación ya refleje la probabilidad de incumplimiento. Fitch también considera la cobertura de interés, medida por EBITDA/gasto por interés, como una métrica de cobertura clave.

Puntos de Referencia de Fondeo, Liquidez y Cobertura de Interés Típicos— FMI

	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
EBITDA / Gasto por interés (x) ^a	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3
Capital no restringido & Instrumentos Negociables/ Deuda CP (%) ^b	x>200	150<x≤200	100<x≤150	85<x≤100	x≤85

^aPara bolsas de valores, CCPs y CSDs no bancarios. ^bPara CSDs con licencia bancaria
Fuente: Fitch.

Según se aplique, Fitch, además evalúa el EBITDAR con ajuste de arrendamiento en proporción al gasto por interés para tomar en cuenta los gastos de arrendamiento operativos materiales. Bajo este enfoque, Fitch ajusta el EBITDAR y el gasto por interés al sumar el gasto de arrendamiento actual a ambos.

Otras medidas de liquidez y fondeo que Fitch incorpora al análisis incluyen el efectivo no restringido y valores negociables (inversión) como porcentaje de la deuda de corto plazo y el calendario de vencimientos de deuda.

Ganancias y Rentabilidad: Como el primer paso para analizar la rentabilidad de los FMIs, es necesario determinar si la entidad está operando como una entidad maximizadora de utilidades o no. Si no lo es, es probable que el énfasis esté en controles de costo (mantener un ejecución baja, costos de compensación y/o liquidación) y resultados de equilibrio. Las utilidades excedentes en forma de dividendos o reembolsos son por lo general devueltas a los miembros propietarios. En estos casos, Fitch evaluará la capacidad del FMI de limitar los pagos a sus miembros propietarios durante condiciones de estrés en el mercado, lo cual podría tener implicaciones positivas en las calificaciones individuales.

Para los FMIs que no son propiedad de los miembros, Fitch evalúa la capacidad de generar utilidades a lo largo de varios ciclos del mercado. Fitch considera si los ingresos son altamente dependientes de los volúmenes de transacciones (ejecutadas, compensadas o liquidadas) que son impulsadas por las condiciones del mercado, y ve las tendencias en un horizonte de largo plazo. Fitch también evalúa las fuentes de ingresos no relacionadas con transacciones como datos de mercado y servicios de información, que pueden contribuir a la diversificación y

Indicadores Clave de Rentabilidad y Ganancias de FMI

Bolsas de valores, CCPs y CSDs no

EBITDA/Ingresos totales

Tasa por Contrato

Gasto de Capital/Ingreso

Gasto de Capital/Depreciación y Amortización

CSDs con licencia bancaria

Costos operativos/Comisiones

Fuente: Fitch.

estabilidad del desempeño en los ciclos del mercado. Los controles de costo, la flexibilidad y variabilidad de los gastos y el desempeño en relación a los pares también son revisados por Fitch.

Puntos de Referencia de Ganancias y Rentabilidad Típicos - FMI

(%)	aa y mayor	a	bbb	bb	b y menor
EBITDA / Ingresos totales	x>25	20<x≤25	15<x≤20	10<x≤15	x≤10
Costos operativos/Comisiones	x<40	40≤x<50	50≤x<60	60≤x<70	x≥70

^aPara bolsas de valores, CCPs y CSDs no bancarios. ^b Para CSDs con licencia bancaria. Fuente: Fitch.

Una medida clave de rentabilidad de las bolsas de valores, las cámaras de compensación y los CSDs sin licencia bancaria es el margen EBITDA, definido como el EBITDA dividido entre el total de los ingresos. Dicho esto, este atributo puede ser de baja influencia para aquellos FMIs que son de propiedad conjunta, y que por lo tanto, no busquen maximizar su rentabilidad individual:

Para CSDs con licencia bancaria, es más probable que la rentabilidad sea evaluada con base a los costos operativos en relación con las comisiones, similar a un indicador de eficiencia aplicado a los bancos.

Para determinar el grado de re-inversión en el negocio a través de los ciclos, Fitch también evalúa las contribuciones al ingreso por producto y geografía, el ingreso por clase de activo en relación al volumen (tasa por contrato), la volatilidad del ingreso, la volatilidad del volumen y el desglose de los gastos de capital como porcentaje de ingresos y los gastos de capital como porcentaje de depreciación y amortización. La magnitud del indicador no es necesariamente tan importante como lo es si es positivo (implicando mayor inversión en el negocio), neutral (implicando una re-inversión balanceada) o negativo (implicando una reducción en la inversión en el negocio).

Exposición de Contraparte: Con respecto a los centros de compensación Fitch evalúa las concentraciones de miembros compensadores y las acciones que el centro de compensación lleva a cabo para monitorear y minimizar la exposición a miembros compensadores individuales. Además, Fitch revisa las contribuciones al fondo de garantía de cada miembro, las 10 primeras exposiciones de contrapartes, el fondo de garantía de cobertura de las exposiciones de contraparte más grandes y los depósitos margen (por clase de activo) comparados con los respectivos volúmenes. Fitch también revisa los límites de las cámaras de compensación para los miembros liquidadores y las acciones tomadas cuando estos límites se violan.

Los CSDs con licencia bancaria generalmente tienen un riesgo de crédito limitado, usualmente en relación a los créditos para facilitar liquidaciones e inversiones en activos financieros. Fitch revisará la calidad de estas inversiones y de las contrapartes mediante la revisión de sus respectivos controles internos y evaluaciones de riesgo crediticio y las calificaciones de la contraparte, según corresponda.

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 un supuesto 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 evalúa la posibilidad de que el soporte se proporcione a una institución financiera no bancaria que está fallando de una combinación de autoridades soberanas nacionales 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, esta última siendo un factor mayor para bancos.

Fitch reconoce que ciertas FMI's pueden mostrar una importancia sistémica significativa dado su tamaño, su posición en el mercado y la regulación que refuerza estas dinámicas. En lo posible, Fitch por lo general, no refleja explícitamente en su análisis de calificación para las FMI's, la importancia sistémica, dada la opinión de la agencia respecto a la poca probabilidad de que el soporte soberano se extienda más allá el soporte de liquidez ordinario en la mayoría de la jurisdicciones y la falta de un marco claramente designado a través del cual un soporte extraordinario de crédito o liquidez pudiera ser directamente extendido.

Dicho eso, varias FMI's han sido señaladas por los reguladores como sistémicamente importantes, como los Servicios del Mercado Financiero (FMU's por sus siglas en inglés-Financial Market Utilities) en Estados Unidos. Como consecuencia, la vigilancia regulatoria de las FMI's está evolucionando, con un mayor énfasis en la suficiencia de los marcos de gestión de riesgo y los procedimientos de resolución y recuperación. Complicando aún más la situación regulatoria de los FMI's, se encuentran los variados enfoques regulatorios por jurisdicción y las posibles dificultades transfronterizas. Como consecuencia de estas incertidumbres y dinámicas cambiantes, el análisis de Fitch de las bolsas, centros de compensación o CSDs, podría cambiar con el tiempo para incorporar más explícitamente el potencial de un soporte soberano extraordinario y los marcos de resolución más ampliamente.

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.

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	Promedio	Grande
	Estructura de sistema financiero	Baja vulnerabilidad del sector financiero a grandes pérdidas en recesión	Vulnerabilidad moderada del sector financiero a grandes pérdidas en recesión	Alta vulnerabilidad del sector financiero a grandes pérdidas en recesión
	Estructura de pasivo de sistema financiero	Baja concentración, propiedad principalmente por accionistas fuertes	Concentración moderada, alguna propiedad por accionistas fuertes	Alta concentración, propiedad limitada por accionistas fuertes
	Financiamiento predominante de moneda local de largo plazo/ estable	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)
Propensión del Soberano de Apoyar Institución Financiera No Bancaria	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
	Estructura de pasivo de instituciones financieras	Políticamente aceptable muy limitado, si lo hubiera, posibilidades de auto-rescatar en acreedores preferentes	Fondeo significativo extranjero/al por mayor, que podrían ser políticamente aceptables para auto-rescatar en algunas circunstancias	Alto fondeo extranjero/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 85, 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 2).

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.

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

Sin embargo, en los casos en que Fitch juzgue que haya incertidumbre significativa sobre el flujo del soporte a las filiales, puede incrementar el “*notching*” entre las IDR de Largo Plazo de la matriz y la filial en comparación con lo que se aplicaría generalmente dada la propensión de la matriz a proporcionar soporte. Cuando la agencia considera que existe una alta incertidumbre sobre el flujo de soporte a la filial, puede utilizar la VR de la matriz, en lugar de

su IDR de Largo Plazo, como su calificación ancla al evaluar la capacidad de la matriz para proveer soporte a su filial.

En todos esos casos, Fitch generalmente buscará consultar con los representantes de las autoridades reguladoras de la matriz para conformar una opinión sobre si el soporte fluirá a la filial. Además, muchos de los factores que determinan la propensión de la matriz a proporcionar soporte a una filial (por ejemplo, importancia estratégica, integración, propiedad), muy probablemente también tendrán, en opinión de Fitch, influencia sobre la decisión del regulador de la matriz con respecto a la conveniencia de permitir que el soporte fluya a la filial. Para obtener más información, consulte la metodología de Fitch titulada "*Metodología de Calificación Global de Bancos*," de octubre de 2016.

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 necesidades 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 grandes subsidiarias tienden a estar altamente integradas con sus matrices en términos de administración, fungibilidad de balance y sistemas, significando que los perfiles crediticios de la matriz y subsidiaria probablemente estén altamente correlacionados. En dichos casos, Fitch no basará las calificaciones de la subsidiaria en el soporte de la matriz, pero en su lugar asignará calificaciones 'comunes' a la matriz y a la subsidiaria, reflejando el hecho de que los perfiles crediticios no pueden ser desenredados 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). VRs comunes y por lo tanto IDRs, también podrían aplicarse a las entidades subsidiarias o entidades en el mismo grupo, por ejemplo bajo la estructura de una compañía tenedora, cuando sus operaciones están altamente integradas o completarías al

funcionamiento del grupo o cuando la regulación realmente hace que las entidades dentro de un grupo sean responsables de las pérdidas de cada uno de los miembros del grupo.

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.

Al evaluar la propensión a soporte, Fitch analiza los factores enlistados a continuación (ver también la tabla en la página 102). En ausencia de las restricciones de capacidad, 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 de 'importancia limitada' usualmente estará calificada al menos dos *notches* por debajo de la matriz o un *notch* hacia arriba de su calificación autónoma. Cuando una matriz ha adoptado un plan de resolución, Fitch lo revisará, en lo posible, buscando indicaciones de si es probable que la matriz apoye a la subsidiaria en caso necesario.

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, proveyendo 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 prive al grupo de una parte clave de su negocio, es más probable que las calificaciones de la subsidiaria sean igualadas a las de la matriz. Cuando una subsidiaria podría más fácilmente ser separada del grupo y en particular cuando la entidad ya está en venta o está siendo preparada para la venta, Fitch usualmente considera la propensión a soporte como menos fuerte.

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 a la matriz.

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 (u otras subsidiarias dentro del grupo) 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 confortable 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 generalmente buenos prospectos usualmente, en la opinión de Fitch, será más probable que sea apoyada por su matriz que una subsidiaria con un historial de desempeño 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.

Escalonamiento (*notching*) de Subsidiarias

Escalonamiento (*notching*) Relativo ^a

Calificación de Matriz ^A	Central/Igualado	Estratégicamente importante/Un <i>notch</i>	Importancia limitada/Dos o más <i>notches</i>
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 necesitados	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.

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 hubiera 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.

Soporte de Entidades Subsidiarias: Fitch puede incluir el soporte de entidades subsidiarias, así como también de matrices, dentro de las calificaciones de instituciones financieras no bancarias, cuando considera que este posible soporte es fuerte. Sin embargo, al evaluar este posible soporte, Fitch considerará en particular: (i) si la propensión de la subsidiaria a soportar podría ser materialmente más débil porque no tiene una participación y, por lo tanto no sufriría ningún deterioro de su balance financiero como resultado de la quiebra de la entidad calificada; y (ii) si el regulador de la subsidiaria podría buscar restringir el apoyo para proteger la solvencia de la anterior.

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 a un subsector de una institución financiera no bancaria 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 107.

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 por ejemplo, si Fitch percibiera un cambio abrupto en el papel de la subsidiaria en el grupo, 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 una 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. 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.

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 la tabla de calificación que corresponda en la página 8). 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 fondeo del mismo día. Si el emisor no tiene dicho fondeo inmediato, 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 dependiendo de qué tan confiables estas fuentes pudieran ser.

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 en los cuales un emisor tiene niveles sustanciales de préstamos garantizados, 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.

El fondeo garantizado históricamente ha sido un método rentable para financiar activos de institución financiera no bancaria,. Por lo tanto, la deuda no garantizada puede ser una muy pequeña parte de la estructura capital y 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 fondeo no garantizado es un factor importante al considerar si una firma puede lograr una calificación de grado de inversión.

Prospectos Fuertes de Recuperación, Mayor Calificación de Emisiones: 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, cuando datos insuficientes estén disponibles o el resultado de la recuperación potencial sea altamente variable, Fitch no asignaría RR.

Las calificaciones crediticias para las obligaciones de emisores calificados entre ‘AAA’ y ‘BB-’ para la mayor parte toman recuperaciones acumuladas sobre el mercado de bonos incumplidos como un todo en consideración, conforme a la tabla al final de la próxima página. A los instrumentos de una posición particular de prioridad y preferencia serán asignadas calificaciones crediticias que reflejen recuperaciones promedio esperadas a ser recibidas por dicho instrumento en caso de incumplimiento. Fitch no realiza 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 ser el caso, por ejemplo 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 estructuralmente 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

¿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 ^a continuación, 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 fondeo 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 a continuación.

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			
+0				Deuda no garantizada con deuda garantizada (0) a (2) notch
(1)		En recuperaciones promedio: Notch +0. En recuperación por debajo del promedio: Notch +0 a (1)		
(2)		Deuda subordinada: (0) a (2) notches		

Fuente. Fitch

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. Si Fitch considera que ni el enfoque LV o el GC son aplicables en caso de incumplimiento de una entidad determinada, la agencia puede optar por únicamente realizar el análisis de recuperación usando un método de valuación.

Para subsectores con un alto uso del balance financiero, 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. Para subsectores con bajo uso del balance financiero, Fitch también por lo general llevará a cabo el enfoque LV pero es más común que se use el enfoque GC.

Cuando Fitch analiza ambos métodos, puede optar por 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 NBF	¿Enfoque de liquidación usualmente aplicado?	Enfoque Empresa en Activo (Going Concern) Aplicado Cuando es Pertinente (Rango Múltiplo Típico)
Sociedad de Corretaje de Valores		
Modelo de Negocios de Flujo de Efectivo	Sí	Múltiplo EBITDA estresado (5–10x)
Modelo de Negocios de Balance Financiero	Sí	Múltiplo de libro tangible estresado (0.5–1.5x)
Administradores de Inversión		
Modelo de Negocios de Flujo de Efectivo	Sí	Múltiplo EBITDA estresado (4–10x)
Modelo de Negocios de Balance Financiero	Sí	NAV estresado (0.5-1x)
Compañías de desarrollo de negocios	Sí	NAV estresado (0.5–1x)
Compañías de Financiamiento y Arrendamiento		
Modelo de Negocios de Flujo de Efectivo	Sí	Múltiplo EBITDA estresado (4–10x)
Modelo de Negocios de Balance Financiero	Sí	Múltiplo de libro tangible estresado (0.5–1.5x)
Compañías de Infraestructura de Mercados Financieros		
Intercambios, CCPs y CSDs no bancarios	Sí	Múltiplo EBITDA estresado (5–10x)
CSDs con licencia bancaria	Referirse a "Metodología de Calificación Global de Bancos" (octubre 2016)	

Fuente: Fitch.

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

Enfoque de Liquidación

Para instituciones financieras no bancarias calificadas 'B+' o menor que probablemente serían liquidadas al incumplimiento, Fitch típicamente realiza un análisis desglosado de su balance para evaluar las recuperaciones potenciales para acreedores. Esto puede involucrar una eliminación de al menos una parte de saldos existentes de efectivo, reflejando su probable utilización bajo estrés. En la mayoría de los casos Fitch deducirá 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 suposiciones basadas en tendencias generales para transacciones de mercado con problemas.

Los rangos de múltiplo de valuación provistos en la tabla de la página 116 son amplios a propósito para los diversos subsectores. El múltiplo real 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. Para REITs hipotecarios, Fitch considera valores estresados con base a los reportes de metodología, “*Criteria for Analyzing Multiborrower U.S. and Canadian Commercial Mortgage Transactions*,” con fecha del 01 de julio de 2016, y “*Global Surveillance Criteria for Structured Finance CDOs*,” con fecha del 05 de julio de 2016, además de un enfoque múltiple de EBITDA.

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: Cuando demandas de rechazo de arrendamiento se han hecho, 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.
- Supuesto 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 fondeo 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 supuestos importantes respecto a la estructura del perfil financiero de un emisor al incumplimiento.

En vista de estos supuestos, la agencia no necesariamente hará un mapa de las recuperaciones esperadas para 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 no asignaría RRs si considera que la información disponible es insuficiente o el resultado del análisis es especialmente impredecible.

Fitch ha provisto topes de país para calificaciones de recuperación para comprender la filosofía con acreedores (u otra) de jurisdicciones y la ejecutabilidad de garantía en el caso de un incumplimiento (ver “Country-Specific Treatment of Recovery Ratings”, feb.22, 2016). Estos topes permiten la compresión 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.

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 seguirá las razones delineadas en la sección IV.2.2 y IV.2.3 de la “Metodología de Calificación Global de Bancos” de fecha octubre de 2016. 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 29 de febrero de 2016.

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, su exigibilidad y puntualidad. 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 en la tabla de Lineamientos de *Notching* en la página 115. 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 crédito 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 determina que dicha deuda está suficientemente aislada del resto del grupo, falla de cumplirla puede tener implicaciones limitadas para la calidad crediticia de las subsidiarias operativas. El análisis de Fitch seguirá comenzando con una evaluación de los perfiles de crédito de las subsidiarias operativas. Sin embargo, es probable que este análisis sea complementado por una evaluación del perfil independiente de la entidad emisora. En este caso, es probable que el análisis de Fitch incorpore elementos del enfoque de calificación de Fitch para compañías administradoras de inversiones, en particular al evaluar la capitalización y el apalancamiento del emisor, así como su perfil de fondeo, liquidez y cobertura. Fitch puede asignar una calificación pública a la entidad emisora, informando a los inversionistas de su probabilidad diferente de incumplimiento comparado con las subsidiarias operativas.

Bajo ciertas circunstancias, por ejemplo si hay un mecanismo fuerte de condiciones restrictivas en vigor, (como puede ser el caso de subsidiarias operativas que son prudencialmente reguladas, por ejemplo), esto podría conducir a Fitch a excluir 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 límite de condiciones restrictivas en vigor protegiendo a la entidad operativa y a los tenedores de su deuda, es más probable que la deuda estructuralmente subordinada sea consolidada en el análisis de la entidad operativa y la calificación de la emisión de la compañía tenedora o del instrumento de deuda del vehículo de emisión de deuda sea determinada mediante un enfoque de *notching*.

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 capacidad operativa de la entidad para dar dividendos ascendentes a la entidad emisora en comparación con los volúmenes de deuda y gastos por intereses de la entidad emisora. Fitch también tomaría en consideración otras potenciales fuentes de ingreso de la entidad emisora, incluyendo, cuando sea relevante, el ingreso por intereses sobre préstamos inter-compañías y flujos de efectivo de otras entidades del grupo.

Anexo 1: Variaciones de la metodología

La metodología de Fitch está diseñada para usarse en combinación con una opinión analítica experta ejercida a través de un proceso de comité. La combinación de una metodología transparente, un juicio analítico aplicado para cada transacción o cada emisor específico, y la divulgación total por medio de los comentarios de calificación, fortalece el proceso de calificación de Fitch, al tiempo que asiste a los participantes del mercado en la comprensión del análisis detrás de nuestras calificaciones.

Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de esta metodología para reflejar los riesgos de una transacción o entidad en específico. Dichos ajustes se denominan variaciones. Todas las variaciones serán divulgadas en los respectivos comentarios de acción de calificación, incluyendo su impacto en la calificación, según sea apropiado.

Una variación puede ser aprobada por el comité de calificaciones cuando el riesgo, característica u otro factor relevante a la asignación de una calificación y la metodología aplicada, están ambos incluidos dentro del alcance de la metodología, pero que en el análisis descrito en la metodología requiere una modificación para abordar factores específicos a una transacción o entidad en particular.

Anexo 2: 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 las restricciones de la primera como algo más probable que las de la segunda, 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 IM global de inversión puede tener la mayoría de su capital invertido en otros países, con exposición limitada a la economía en la que está domiciliado. Por lo tanto, el perfil crediticio del IM puede no ser impactado directamente por el perfil crediticio del soberano.

Anexo 3: 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/industria 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 4: Información utilizada para emitir y mantener las calificaciones

Principios clave

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

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

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

Fuentes de Información del Criterio de Calificación– *Criteria Data Sources*

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

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

Anexo 5: Uso de pruebas de estrés y otras herramientas en el proceso de calificación

Principios clave

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

Supuestos

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

Herramientas utilizadas en el proceso de calificación

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

En la medida en que los reguladores de las distintas jurisdicciones puedan efectuar pruebas de estrés o revisiones de calidad de activos a lo largo de un país o sector, Fitch puede utilizar sus propias herramientas similares para comprender mejor las pruebas de estrés de los reguladores y sus 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.

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.

Los resultados pueden, a discreción de Fitch, ser divulgados en su totalidad o en parte cuando dicha divulgación añada valor al análisis y/o investigación. La presencia de datos no públicos, sin embargo, generalmente da lugar a que la divulgación sea en forma agregada o resumida.

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

Anexo 6: Metodologías relacionadas

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

Metodología de Calificación Global de Bancos (Octubre 2016)

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

Metodología de Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero (Mayo 2015)

Metodología de Calificación de REITs Hipotecarios y Compañías Financieras Similares (Febrero 2015)

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.

Canje Forzoso de Deuda (Distressed Debt Exchange) (Julio 2016)

Country Ceilings (Agosto 2016)

Calificación Sukuk (Rating Sukuk) (Agosto 2016)

Criterios de Calificación Escala Nacional (National Scale Ratings Criteria) (Octubre 2013)

Tratamiento y Niveles de Híbridos en Corporativos No Financieros y Análisis de Crédito REIT (Treatment and Notching of Hybrids in Non-Financial Corporate and REIT Credit Analysis) (Febrero 2016).

Country-Specific Treatment of Recovery Ratings (Abril 2016)

Anexo 7: Indicadores Financieros y Definiciones del Subsector

Resumen de los Puntos de Referencia Cuantitativos de las Instituciones Financieras No Bancarias

		aa o mayor	a	bbb	bb	b o menor
Sociedades de Corretaje de Valores (Alto uso de balance financiero)						
Ganancias y Rentabilidad	Ingreso no gravado/Capital Promedio (%)	x>20	10<x≤20	5<x≤10	3<x≤5	x≤3
Capitalización y Apalancamiento	(Activos tangibles –Reportos–Préstamos de Valores)/FCC (x)	x<5	5≤x<10	10≤x<15	15≤x<20	x≥20
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Activos líquidos/fondeo corto plazo (%)	x>200	150<x≤200	100<x≤150	85<x≤100	x≤85
Sociedades de Corretaje de Valores (Bajo uso de balance financiero)						
Ganancias y Rentabilidad	EBITDA/Ingreso (%)	x>25	20<x≤25	15<x≤20	10<x≤15	x≤10
Capitalización y Apalancamiento	Deuda Bruta / EBITDA ajustado (x)	x<0.5	0.5≤x<1.5	1.5≤x<2.5	2.5≤x<3.5	x≥3.5
Fondeo, Liquidez y Cobertura	EBITDA ajustado/Gasto de interés (x)	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3
Administradores de Inversiones Principalmente Comisiones de Cobro basadas en el Valor del Activo Neto (Administradores de Inversiones Tradicionales y Administradores de Fondos de Cobertura)						
Desempeño de Activo	Flujos de clientes netos/Inicio (F)AUM (%)	x>10	5<x≤10	5≥x>(5)	(5)≥x>(10)	x≤(10)
Ganancias y Rentabilidad	(F)EBITDA/ Ingreso de comisiones (%)	x>50	30<x≤50	20<x≤30	10<x≤20	x≤10
Capitalización y Apalancamiento	Deuda Bruta/EBITDA (x)	x<0.25	0.25≤x<1.5	1.5≤x<3.0	3.0≤x<5.0	≥5.0
Fondeo, Liquidez y Cobertura	EBITDA/Gasto de interés (x)	x>18	12<x≤18	6<x≤12	3<x≤6	x≤3
Administradores de Inversiones Principalmente Comisiones de Cobro de basadas en Capital Invertido/Capital Comprometido (Administradores de Inversiones)						
Desempeño de Activo	Flujos de clientes netos/Inicio (F)AUM (%)	x>10	5<x≤10	5≥x>(5)	(5)≥x>(10)	x≤(10)
Ganancias y Rentabilidad	(F)EBITDA/ Ingreso de comisiones (%)	x>50	30<x≤50	20<x≤30	10<x≤20	x≤10
Capitalización y Apalancamiento	Deuda Bruta/FEBITDA (x)	x<0.50	0.50≤x<2.5	2.5≤x<4.0	4.0≤x<6.0	≥6.0
Fondeo, Liquidez y Cobertura	(F)EBITDA/Gasto de Interés (x)	x>12	8<x≤12	4<x≤8	2<x≤4	x≤2
Compañías Administradoras de Inversiones						
Capitalización y Apalancamiento	Deuda Bruta/Capital tangible (x)	x<0.15	0.15≤x<0.35	0.35≤x<0.50	0.50≤x<1.0	≥1.0
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Cobertura ascendente de dividendo por un año de gasto de interés de holdco (x)	x>10	6<x≤10	3.5<x≤6.0	2.5<x≤3.5	x≤2.5
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Cobertura ascendente de dividendo de dos años de gasto de interés y dividendos de Holdco (x)	x>1.0	x>1.0	x>1.0	x≤1.0	x≤1.0
Compañías de Desarrollo de negocios						
Calidad de Activo	Ganancias netas realizadas/Cartera promedio, al Valor (%)	x>(1.0)	(1)≥x>(3)	(3)≥x>(4)	(4)≥x>(6)	x≤(6)
Ganancias y Rentabilidad	Ingreso neto de inversión/Cartera Promedio, al Costo (%)	5<x≤10	5<x≤10	5<x≤10	x≤5 or x>10	x≤5 or x>10
Capitalización y Apalancamiento	Deuda/Capital (x)	x<0.25	0.25≤x<0.50	0.50≤x<0.80	0.80≤x<1.00	x≥1.00
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Deuda no garantizada/Deuda total (%)	x>90	50<x≤90	35<x≤50	x≤35	x = 0
Compañías de financiamiento y arrendamiento (Alto uso del balance financiero)						
Calidad de Activo	Créditos vencidos/créditos brutos (' entorno operativo'aa') (%)	x≤1	1<x≤3	3<x≤6	6<x≤14	x>14
Calidad de Activo	Créditos vencidos/créditos brutos (entorno operativo'a') (%)	x≤0.25	0.25<x≤2	2<x≤5	5<x≤12	x>12
Calidad de Activo	Créditos vencidos/créditos brutos (entorno operativo'bbb') (%)		X≤0.5	0.5<x≤4	4<x≤10	x>10
Calidad de Activo	Créditos vencidos/créditos brutos (entorno operativo'bb') (%)			x≤0.75	0.75<x≤5	x>5
Calidad de Activo	Créditos vencidos/créditos brutos (entorno operativo'b') (%)				x≤1	x>1

Resumen de los Puntos de Referencia Cuantitativos de las Instituciones Financieras No Bancarias (continuación)

		aa o mayor	a	bbb	bb	b o menor
Compañías de Financiación y Arrendamiento (Bajo uso de balance financiero)						
Ganancias y Rentabilidad	Ingreso no gravado/Activo Promedio (%)	x>4	3<x≤4	2<x≤3	1<x≤2	x≤1
Capitalización y Apalancamiento	Deuda/ Capital tangible (x)	x<1.0	1.0≤x<3.0	3.0≤x<5.0	5.0≤x<7.0	x≥7.0
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Deuda no garantizada/Deuda total (%)	x>90	50<x≤90	35<x≤50	x≤35	x = 0
Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero (Bolsas de valores, CCPs y CSDs no bancarios)						
Ganancias y Rentabilidad	EBITDA/Ingresos (%)	x>25	20<x≤25	15<x≤20	10<x≤15	x≤10
Capitalización y Apalancamiento	Deuda/EBITDA (x)	x<0.5	0.5≤x<1.5	1.5≤x<2.5	2.5≤x<3.5	x≥3.5
Fondeo, Liquidez y Cobertura	EBITDA/Gasto por Interés (x)	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3
Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero (CSDs Bancarios)						
Ganancias y Rentabilidad	Costos operativos/Comisiones (%)	x<40	40≤x<50	50≤x<60	60≤x<70	x≥70
Capitalización y Apalancamiento	Capital Fundamental según Fitch/Riesgos Ponderados (%)	x>20	15<x≤20	10<x≤15	5<x≤10	x≤5
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Efectivo no restringido y Valores Comerciales / Deuda CP (%)	x>200	150<x≤200	100<x≤150	85<x≤100	x≤85

Indicadores de Sociedades de Corretaje de Valores

Métrica	Definición	Firmas con Alto Uso del Balance	Firmas con Bajo Uso del Balance
Indicadores de Calidad de Activo			
Índice de Morosidad	Préstamos en donde el ingreso ya no se acumula, el crédito ha sido reestructurado, o la cuenta por cobrar se considera de otra manera dañados/créditos al final del periodo.	✓	
Reservas para créditos vencidos/créditos vencidos	Reservas para créditos vencidos/Créditos Vencidos	✓	
Cargos por Provisión para Créditos/Créditos Brutos Promedio	Cargos por provisión para créditos/Créditos Brutos Promedio	✓	
Créditos Vencidos menos Reservas para créditos vencidos/Capital Fundamental Fitch	(Créditos y Arrendamientos Vencidos – Reservas asociadas)/Capital Fundamental según Fitch	✓	
Crecimiento de Créditos Brutos	Aumento en el total de créditos de clientes al final del periodo contable menos el total de créditos de clientes al inicio del periodo contable como porcentaje de los créditos de clientes al inicio del periodo contable.	✓	
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 perdidas 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	✓	
EBITDA Ajustado/Ingresos	EBITDA con ajustes para cargos significativos no de efectivo, como gastos de compensación que no sean en efectivo, como un porcentaje del ingreso total		✓

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

Indicadores de Sociedades de Corretaje de Valores (continuación)

Métrica	Definición	Firmas con Alto Uso del Balance	Firmas con Bajo Uso del Balance
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	✓	
Generación Interna de Capital	(Ingreso Neto - Dividendos – Recompra de acciones netas)/Capital del periodo anterior	✓	
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 Ajustado	Deuda bruta dividida por EBITDA, con ajustes para cargos significativos no en efectivo como gastos de compensación que no sean en efectivo		✓
Índices de Fondeo y Liquidez			
Activos Líquidos/ Fondeo CP	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	✓	
Fondeo 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	Reportos Inversos (neto)	10
D	Instrumentos derivados (neto)	5
	Otro Valores	50
E	Crédito mercantil e Intangibles	5
F	Total Activos	100
	Total Pasivos	75
G	Capital híbrido	5
	Capital	10
	Ganancias Retenidas	10
H	Total Capital	25
	Otras Entradas a Notas a los Estados Financieros	
I	Valores reportados (bruto)	25
J	Reportos Inversos (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 Préstamo de Valores	10 = I-B
P	Gross Up del Reportos Inversos	10 = J-C
Q	Gross Up de Instrumentos Derivados	10 = K-D
	Apalancamiento Bruto	4.0 = F/H
	Apalancamiento Bruto Tangible	8.3 = (M+O+P+Q)/N
	Apalancamiento Ajustado	5.7 = (M-C)/N
	Apalancamiento Neto Ajustado	4.7 = (M-B-C)/N
	FCC/RWA	37.5% = N/L

Fuente: Fitch

Indicadores de Administrador de Inversiones

Métrica	Definición	IMs alternativos	IMs tradicionales
Índices de desempeño de activos			
Tasa de crecimiento (F)AUM	$((F)AUM \text{ final} / \text{inicial} (F)AUM) - 1$	✓	✓
Éxito de recaudación	$(\text{Entradas brutas} - \text{Reembolsos brutos} - \text{distribuciones brutas}) / (F)AUM \text{ inicial}$	✓	✓
Rendimiento por Comisión de gestión	$\text{Comisiones de gestión} / (F)AUM$	✓	✓
Rendimiento por Incentivo de ingresos	$\text{Incentivo de ingresos} / (F)AUM$	✓	
Rendimiento total de ingresos	$\text{Ingresos totales} / (F)AUM$	✓	✓
Rendimiento (F)EBITDA	$(F)EBITDA / (F)AUM$	✓	✓
Rendimiento ganado	$\text{Ingreso neto (Económico)} / (F)AUM$	✓	✓
Índices de Ganancias y Rentabilidad			
Contribución por comisión de gestión	$\text{Comisión de Gestión} / \text{Comisiones totales}$	✓	
Contribución por Comisión de Gestión total	$\text{Comisión de Gestión} / \text{Ingreso total}$	✓	
Índice de compensación base	$\text{Gastos Compensación Base} / \text{Ingresos por comisiones totales}$	✓	
Eficiencia operativa	$(\text{Compensación Base} + \text{Gastos operativos}) / \text{Ingresos por comisiones totales}$	✓	✓
Índice de Compensación de Incentivo	$\text{Compensación por Incentivo} / \text{Ingreso de incentivo}$	✓	
Índice Compensación Total	$(\text{Compensación Base} + \text{Compensación por Incentivo}) / \text{Ingresos totales}$	✓	✓
Margen de utilidad antes de impuestos	$\text{utilidad antes de impuestos} / \text{ingreso total}$	✓	✓
Margen de utilidad por comisión	$\text{Ingreso por comisiones (neto)} / \text{Ingreso de comisión}$	✓	
Margen (F)EBITDA	$(F)EBITDA / \text{Ingreso tota por comisiones}$	✓	✓
Utilidad sobre Activos Promedio	$\text{Utilidad Neta (económico)} / \text{Activos Promedio}$	✓	✓
Utilidad sobre Capital Promedio	$\text{Utilidad Neta (económico)} / \text{Capital Promedio}$	✓	✓
Índices de Capitalización y Apalancamiento			
Apalancamiento de Flujo de Efectivo	Pasivos generadores de intereses $/ (F)EBITDA$, con ajustes hechos para elementos significativos no monetarios y elementos no recurrentes FEBITDA está definidos como comisiones de gestión, transacción, monitoreo, y consultoría – gastos operativos + gastos de interés + depreciación + amortización + compensación de capital. Los ingresos de interés y de dividendos pueden incluirse si se consideran de naturaleza recurrente	✓	✓
Apalancamiento de Flujo de Efectivo Neto	$(\text{Pasivos generadores intereses} - \text{efectivo y equivalentes}) / (F)EBITDA$, con ajustes hechos para elementos significativos no monetarios y elementos no recurrentes	✓	✓
Apalancamiento de Balance Financiero	$\text{Pasivos generadores de intereses} / \text{Capital común tangible}$	✓	✓
Apalancamiento de Balance Financiero neto	$(\text{Pasivos generadores de intereses} - \text{efectivo y equivalentes}) / \text{Capital común tangible}$	✓	✓
Apalancamiento de Capital Fundamental Fitch	$\text{Pasivos generadores de intereses} / \text{Capital Fundamental según Fitch}$ Capital Fundamental según Fitch (FCC) es igual al capital contable, menos capital híbrido reportado como capital, participaciones no mayoritarias reportadas fuera del capital, menos participaciones no mayoritarias no consideradas como absorción de pérdidas por Fitch, menos fondo de comercio y otros intangibles, activos de impuestos diferidos inelegibles, +/- valor de mercado del riesgo de crédito propio, menos tramos de primera pérdida de bursatilizaciones no declaradas, menos seguro de vida/intereses de seguro de la compañía	✓	✓
Índices de Liquidez			
Cobertura de intereses	$(F)EBITDA$, con ajustes por elementos no monetarios y/o no recurrentes/ $\text{Gasto de intereses}$	✓	✓
Servicio de Deuda	$(F)EBITDA$, con ajustes por elementos no monetarios y/o no recurrentes $/ (\text{Gastos de intereses} + \text{Dividendos preferentes} + \text{Vencimiento de deuda en los próximos 12 meses})$	✓	✓
Cobertura de Cargo Fijo	$(F)EBITDAR / \text{cargos fijos}$ (Incluye gasto por intereses + dividendos preferentes + deuda vencida en los siguientes 12 años + gastos de renta si aplica)	✓	✓
Cobertura de Activo Liquido	$(\text{Efectivo} + \text{inversiones líquidas}) / \text{pasivos generadores de intereses}$	✓	✓
Cobertura Activo	$(\text{Efectivo} + \text{inversiones líquidas} + \text{co-inversiones declaradas}) / \text{Pasivos generadores de intereses}$	✓	✓
Cobertura líquida de Compromisos de Co-inversión	$(\text{Efectivo} + \text{Valores Líquidos}) / \text{Compromisos de Co-inversión}$	✓	✓
Activos Líquidos	$(\text{Efectivo} + \text{Valores Líquidos}) / \text{Activos Totales}$		✓
Índice de Fondo de Corto Plazo	$(\text{Deuda de corto plazo} + \text{Porción actual de deuda a largo plazo}) / \text{Deuda Total}$		✓
Índice de Pago	$\text{Distribuciones} / \text{Ganancias de efectivo}$	✓	✓

Fuente: Fitch.

Indicadores de Compañías Administradoras de Inversiones y Fondos de Inversiones

Métrica	Definición	Compañías Administradoras de Inversiones	Fondos de Cobertura de capital fijo	Otros fondos alternativos
Índices de Calidad de Activos				
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		✓	
Perfil de riesgo crediticio de la cartera	Promedio ponderado de la calidad crediticia de las inversiones/cartera de empresas	✓		
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	Deuda Bruta/Capital Tangible o Total Pasivos Generadores de Intereses/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 de Efectivo y Valores no Gravados	(Efectivo + Activos No Gravados)/Deuda No Garantizada	✓		✓
Cobertura de intereses	(Dividendos e ingresos por intereses (o EBITDA) / gastos de intereses operativos de la compañía tenedora	✓		
Cobertura de Gastos Operativos	Dividendos e ingresos por intereses (o EBITDA) / dos años de costos operativos, gastos por intereses y dividendos de la compañía tenedora	✓		
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

Indicadores de Compañía de Desarrollo de Negocio

Métrica	Definición
Indicadores de Calidad de Activos	
Activos que no devengan, al Costo	Activos que no devengan/Cartera, al Costo
Activos que no devengan, a Valor Razonable	Activos que no devengan/Cartera, a Valor Razonable
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 del Portafolio	10 Inversiones Mayores del Portafolio, al Valor/Capital
Crecimiento del Portafolio	(Portafolio de Inversión Final / Portafolio de Inversión Inicial-1
Indicadores de Ganancias y Rentabilidad	
Rendimiento de Interés	Ingreso por Intereses/ Portafolio Generador de Intereses, al Costo
Rendimiento de Ingreso de Inversión	Ingreso por Inversión/Portafolio Promedio, al Costo
Rendimiento de Ingreso Neto de Inversión	Ingreso Neto por Inversión/Portafolio Promedio, al Costo
Ganancias Fundamentales	Ingreso por Intereses/Total Ingreso por Inversión
Eficiencia Operativa	Gastos operativos e incentivos /Portafolio Promedio, al Costo
Índice de Compensación	Compensación/ Portafolio Promedio, al Costo
Rentabilidad sobre Activos Promedio	Ingreso Neto/Activos Promedio
Rentabilidad 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)/Portafolio, al Valor
Sensibilidad a Tope de Apalancamiento, Neto	(Capital – Pasivos Generadores de Intereses - Efectivo y Equivalentes)/Portafolio, al Valor
Cobertura de Activo No Comprometido	Activos No Comprometidos/Deuda No Garantizada
Apalancamiento de Capital Fundamental según Fitch	Pasivos brutos generadores de intereses/Capital Fundamental según Fitch
Índices de Fondo y Liquidez	
Cobertura de Intereses	EBITDA/Gasto por Intereses
Mezcla de financiamiento	Deuda No Garantizada/Deuda Total
Cobertura de Ingresos de Dividendo	Ingreso Neto de Inversión/Dividendos Declarados
Cobertura de Ingresos en Efectivo de Dividendo*	(Ingreso Neto de Inversión – Ingresos no monetarios + Gastos no monetarios)/Dividendos Declarados
Cobertura Total de Dividendo*	(Ingreso Neto de Inversión – Ganancias no monetarias + Gastos no monetarios + Ganancias [Pérdidas] Netas Realizadas)/Dividendos Declarados
Ingreso No Monetario ^a	Ingreso no monetario/Ingreso por intereses y dividendos

^a Hacer ajustes para ingresos no monetarios recibidos en efectivo, cuando disponible. Fuente: Fitch.

Indicadores de Compañía Financiera y de Arrendamiento

Métrica	Definición	Financiamiento Comercial y de Consumo	Arrendamiento	Servicios Financieros
Indicadores 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 cartera vencida	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 vencida/ Créditos o Arrendamientos al Final del Periodo	✓	✓	✓
Índice de Cargo por Provisión para Préstamos	Cargos por Provisión para Préstamos o Arrendamientos/ Préstamos o Arrendamientos Brutos Promedio	✓	✓	✓
Índice de Cargos por Provisión para Préstamos a capital	(Préstamos y arrendamientos vencidos - Reservas Asociadas)/Capital fundamental según Fitch	✓	✓	✓
Índice de Castigos Brutos	Castigos Brutos de los Préstamos /Préstamos Promedio durante el Periodo	✓	✓	✓
Índice de Castigos Netos	(Castigos Brutos de los Préstamos - Recuperaciones)/Préstamos Promedio durante el periodo	✓	✓	✓
Índice de Reservas para Préstamos Vencidos	Reservas para Préstamos Vencidos/Préstamos vencidos	✓	✓	✓
Índice de Reservas	Reservas para Préstamos Vencidos /Préstamos Brutos Finales	✓	✓	✓
Índice Cobertura de Reservas	Reservas para Préstamos Vencidos / Castigos Netos Anualizados	✓	✓	✓
Índice de Cobertura de Reservas para Préstamos Vencidos	Reservas para Préstamos Vencidos/Préstamos y Arrendamientos Vencidos	✓	✓	✓
Índice de Ganancia (Pérdida) en Residuales	Ganancia o Pérdida sobre el residual sobre Venta de Vehículos y Equipos /Valor Depreciado de los Activos Vencidos		✓	
Crecimiento Bruto de Préstamos	Crecimiento total de los préstamos/arrendamientos al final del periodo contable menos préstamos/arrendamientos total al inicio del periodo contable como porcentaje de los préstamos/arrendamientos de los clientes al inicio del periodo contable	✓	✓	
Indicadores de Ingresos y Rentabilidad				
Utilidad antes de Impuestos sobre Activos	Utilidad Neta Reportada antes de Impuestos/Activos Promedio	✓	✓	✓
Utilidad antes de Impuestos sobre Capital	Utilidad Neta Reportada antes de Impuestos/Capital Promedio	✓	✓	✓
Margen Sobre Ingresos ajustado por riesgo	(Ingreso Neto Intereses –Gastos por Provisión)/Activos Productivos Promedio	✓	✓	✓
Tasa de cargos por Provisión	Cargos por provisiones para Préstamos y Arrendamientos/Ingresos antes de provisiones	✓	✓	✓
Margen Neto de Intereses	Ingreso Neto por Intereses/Activos Productivos Promedio	✓	✓	✓
Margen EBITDA	Ganancias antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización/(Ingresos)	✓	✓	✓
Margen de Utilidad Operativa antes de impuestos	Ingreso Operativo antes de Impuestos/Ingresos Totales	✓	✓	✓
Índice de eficiencia	Gastos No Financieros/Ingreso Neto Operativo	✓	✓	✓
Índice gasto operativo ^b	Gastos No financieros/Préstamos Promedio	✓	✓	✓
Índice gasto depreciación	Gastos de Depreciación/Ingresos Totales		✓	
Tasa depreciación de activos	Equipo Bruto Productivos/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 del Capital Híbrido)/(Capital Total + Porción de Capital del Capital Híbrido)	✓	✓	✓
Apalancamiento Tangible del Balance	(Deuda Reportada + Porción de Deuda del Capital Híbrido)/(Total Capital Accionistas – Crédito Mercantil – Intangibles – Participaciones no mayoritarias + Porción de Capital del 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) es 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 administración de hipotecas) menos primeras pérdida de bursatilizaciones dentro y fuera del balance menos componente crediticio del cambios a valor razonable sobre la propia deuda de una entidad financiera menos el valor neto de activo de compañías de seguro tenidas menos el valor intrínseco de negocios de seguro			
Apalancamiento de Flujo de Efectivo	Deuda Total/Ganancias antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización	✓	✓	✓
Índice capital tangible ^a	(Total Capital Accionistas – Crédito mercantil- Intangibles)/Activos Tangibles Administrados	✓	✓	✓
Índice de Capitalización de Capital fundamental según Fitch ^a	Capital Fundamental según Fitch/(Activos al final del periodo – Crédito mercantil - Intangibles)	✓	✓	✓
Índice de Capital Fundamental según Fitch y de Capitalización de Reserva	(Capital Fundamental según Fitch + Reservas de Pérdidas Crediticias)/Activos tangibles al final del periodo	✓	✓	✓
Generación interna de capital	(Ingreso neto - Dividendos – Recompras de acciones netas)/Capital antes del Periodo	✓	✓	✓

Índices de Compañía Financiera y de Arrendamiento (continuación)

Métrica	Definición	Financiamiento Comercial y de Consumo	Arrendamiento	Servicios Financieros
(Indicador de pago de Fondos de Operaciones (FFO)) ^c	Dividendos pagados divididos entre los fondos de operaciones (FFO). FFO se define como el ingreso neto excluyendo ganancias (o pérdidas) de ventas de propiedades, más depreciación y amortización, más ajustes por sociedades y alianzas comerciales no consolidadas.	✓		
Indicador de Pago de Fondos de Operaciones (AFFO) Ajustados ^c	Dividendos pagados divididos entre los fondos de operaciones ajustados (FFO). AFFO se define como FFO excluyendo los gastos de capital y los elementos no monetarios incluidos en el FFO.	✓		
Fondeo y Liquidez				
Dependencia del Fondeo a Corto Plazo	Deuda con un Vencimiento Original de Menos de Un Año/Total de Pasivos que generan Intereses	✓	✓	✓
Total de Dependencia del fondeo 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 Comprometidos	Activos Gravados/Total Activos	✓	✓	✓
Cobertura de Activos No Comprometidos	Monto de Activos Libres de cualquier Gravamen/Deuda No Garantizada	✓	✓	✓
Cobertura de Cargo Fijo	(Ingreso antes de Impuestos + Gasto por 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 efectivo	Dividendos/Utilidad Neta Reportada	✓	✓	✓
Índice Combinado de Pago de Dividendos	(Dividendos + Recompras de Acciones Netas)/Utilidad Neta Reportada	✓	✓	✓

^aPara compañías financieras y de arrendamiento que activamente bursatilizan activos que están fuera del balance (por lo general compañías financieras y de arrendamiento basadas en Estados Unidos), los activos administrados (definidos como activos reportados en el balance menos la plusvalía e intangibles más cuentas por cobrar fuera de balance bursatilizadas con recurso) pueden utilizarse para reemplazar cifras reportadas del balance. ^bPara compañías financieras y de arrendamiento que activamente bursatilizan activos que están fuera del balance, los préstamos administrados (préstamos del balance reportados más préstamos con recurso fuera de balance) pueden utilizarse para reemplazar cifras reportadas del balance. Además, la deuda administrada (la deuda del balance reportada más la deuda con recurso fuera del balance) puede utilizarse para reemplazar cifras reportadas del balance. ^cAplicable solamente a compañías financieras y de arrendamiento con licencia bancaria. ^dAplicable solamente a REITS hipotecarios. Fuente: Fitch.

Indicadores de Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Indicador	Definiciones	Bolsas de Valores	Cámaras de compensación	CSDs sin licencia bancaria	CSDs con licencia bancaria
Capitalización y Apalancamiento					
Deuda Bruta/EBITDA	Deuda Bruta dividida entre EBITDA, con ajustes para elementos no monetarios significativos como compensaciones no monetarias	✓	✓	✓	
Deuda Neta/EBITDA	Deuda Neta definida como efectivo menos deuda pendiente dividida entre EBITDA	✓	✓	✓	
Deuda de arrendamiento ajustada/EBITDAR	Deuda Bruta por el valor actual neto de los pagos de arrendamiento o 8.0x gastos de arrendamiento, divididos entre el EBITDA ajustado para el gasto de arrendamiento más reciente, según aplique.	✓	✓	✓	
Flujo de efectivo no restringido/ Deuda Bruta	Efectivo Neto proporcionado por operaciones menos gastos de capital y dividendos divididos entre la Deuda	✓	✓	✓	
Deuda Bruta/Capital Tangible	Deuda Bruta dividida entre el capital tangible		✓		✓
Deuda Bruta/FCC	Deuda Bruta dividida entre el capital fundamental de Fitch		✓		✓
FCC/Riesgos Ponderados	Capital Fundamental de Fitch dividido entre los riesgos ponderados				✓
Índices de Capital Regulatorios (Cuando apliquen)					✓
Fondeo, Liquidez y Cobertura					
EBITDA / Gasto por interés	EBITDA con ajustes para elementos no monetarios significativos como un múltiplo de gasto por interés	✓	✓	✓	✓
EBITDAR / Cobertura de interés	EBITDA ajustado para el gasto de arrendamiento más reciente como múltiplo de gasto por interés ajustado por el gasto de arrendamiento más reciente	✓	✓	✓	✓
Valores en efectivo y negociables (inversiones) ilimitados/Deuda a corto plazo	Valores en efectivo y negociables (inversiones) ilimitados divididos entre deuda a corto plazo		✓		✓
Ganancias y Rentabilidad					
Margen EBITDA	EBITDA con ajustes para elementos no monetarios significativos como compensación no monetaria como porcentaje del ingreso total	✓	✓	✓	
Tasa por Contrato	Volumen de contrato dividido entre el ingreso	✓	✓		
Gastos de Capital/Ingresos	Gastos de Capital divididos entre los ingresos totales	✓	✓	✓	✓
Gastos de Capital/ Depreciación y Amortización	Gastos de Capital divididos entre la depreciación y amortización	✓	✓	✓	✓
Costos operacionales/Comisiones	Costos operacionales divididos entre las comisiones				✓

Nota: FCC se define como el capital contable, menos el capital híbrido reportado como capital, participaciones no mayoritarias reportadas fuera de capital menos participaciones no mayoritarias no consideradas por Fitch por su capacidad para absorber pérdidas, menos crédito mercantil y otros intangibles, menos los impuestos diferidos ilegibles, +/- valor de mercado de riesgo crediticio propio, menos primeras pérdida de las bursatilizaciones fuera del balance, menos seguros de vida/seguros de participaciones de la compañía. Fuente: Fitch.

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

Derechos de autor © 2016 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

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

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