Metodología Global de Calificación de Fondos de Deuda

Metodología Maestra

Este informe de metodología actualiza el siguiente informe: "*Global Bond Fund Rating Criteria*", del 12 de diciembre de 2014 (y su ulitma tradución al español el 16 de agosto de 2011) y reemplaza los "Criterios de Calificación Fondos de Deuda en Latinoamérica ", publicados el 30 de junio de 2014.

Alcance

Esta metodología aplica a portafolios que invierten en valores de deuda, bonos y otros similares a estos, incluyendo los fondos de deuda de corto y largo plazo, fondos de préstamos, carteras de inversiones en gobiernos locales (LGIPs, *por su denominación en inglés "Local Government Investment Pools"*), vehículos de deuda cotizados en bolsa (ETFs por su denominación en inglés *"Exchange Traded Funds"*) y portafolios administrados en forma privada. Pueden contener diversos instrumentos de deuda, bonos y otros similares a estos, de corto y largo plazo, tales como papel comercial, certificados de depósitos, bonos, préstamos, valores preferentes, operaciones de reporto, deuda soberana, instrumentos de financiamiento estructurado y *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS, por su denominación en inglés *"Credit Default Swap"*). Las Calificaciones de Fondos de Deuda se asignan a un portafolio de activos en lugar de a una emisión individual. La calificación no es asignada a deuda emitida por fondos cerrados o fideicomisos de inversión. Fitch Ratings ha desarrollado metodologías de calificación distintas para ello; ver *Rating Closed-End Funds and Market Value Structures*. Sin embargo, la Metodología Global de Calificación de Fondos de Deuda puede utilizarse para calificar a los fondos cerrados y portafolios de fideicomisos de inversión.

Factores Clave de las Calificaciones

Riesgo de Crédito del Portafolio: La Calificación de Calidad Crediticia del Fondo (señalada con el sufijo 'f') mide la vulnerabilidad a pérdidas que resulten de incumplimientos crediticios y está influenciada principalmente por el factor promedio ponderado de calificación (WARF *por su denominación en inglés, Weighted Average Rating Factor)* de un portafolio.

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

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

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

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

Seguimiento Activo de las Calificaciones: Fitch solicita mensualmente al administrador las posiciones del portafolio y las estadísticas de rendimiento relevantes para monitorear las calificaciones.

Analistas

EMEA
Alastair Sewell, CFA
+44 20 3530 1147
alastair.sewell@fitchratings.com

Charlotte Quiniou, CFA
+33 1 44 29 92 81
charlotte.quiniou@fitchratings.com

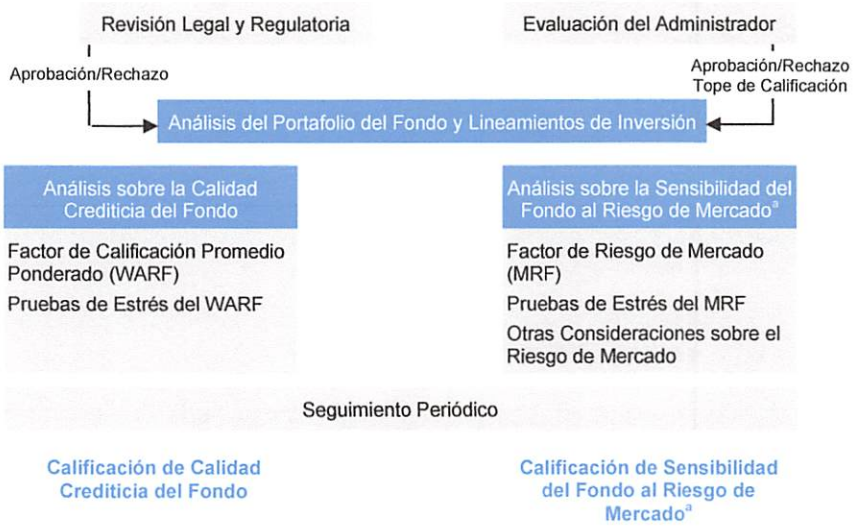
América Latina
Davie Rodriguez, CFA
+1 212 908 0386
davie.rodriguez@fitchratings.com

Estados Unidos
Roger Merritt
+1 212 908 0636
roger.merritt@fitchratings.com

Greg Fayvilevich
+1 212 908 9151
gregory.fayvilevich@fitchratings.com

Superintendencia de Valores
Departamento de Registro
Comunicaciones de Entradas
17/11/2016 3:01 PM m.manzano
52085

Metodología Global de Calificación de Fondos de Deuda – Diagrama Simplificado



[a]Sujeto a la relevancia del mercado o requerimientos regulatorios
Fuente: Fitch

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

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

Para obtener Calificaciones de Fondos de Deuda en la escala internacional, un fondo o portafolio debe demostrar un nivel mínimo de diversificación, de 5 deudores o más y una concentración no excesiva (<30%) con cualquiera de esos deudores, bajo esta metodología, salvo que existan otros factores atenuantes significativos. Estos pueden incluir: exposiciones considerables a emisores de alta calidad soberanos, supranacionales y de entidades gubernamentales, que no están cubiertos por estas consideraciones de diversificación. Las exposiciones al deudor pueden ser al contado o sintéticas, a través de derivados referenciados a un portafolio de valores o a un índice. Por ejemplo, Fitch podría asignar Calificaciones de Fondos de deuda a un portafolio o fondo que asume posiciones en *swaps* de retorno total (TRS, *por su denominación en inglés "Total Return Swap"*), basando su análisis en la contraparte del *swap* y en la calidad crediticia del portafolio subyacente de valores de renta fija a los que se haga referencia en el TRS. Al final del presente informe se presentan algunas limitaciones de la Metodología Global de Calificación de Fondos de Deuda.

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

- Calificación de Calidad Crediticia del Fondo: una opinión sobre el perfil crediticio en general y la vulnerabilidad a pérdidas como resultado de incumplimientos en un fondo o

portafolio de renta fija. Las calificaciones están basadas en la calidad crediticia promedio actual y prospectiva de las posiciones del portafolio subyacente. Las Calificaciones de Calidad Crediticia de Fondos incluyen un elemento de continuidad de calificación (*rating momentum*), y por lo tanto, toman en cuenta la probabilidad de que un portafolio logre mantener una determinada calidad crediticia al paso del tiempo.

- Calificación de Sensibilidad del Fondo al Riesgo de Mercado: una opinión sobre la sensibilidad relativa del retorno total y/o del valor del activo neto de un portafolio ante cambios en los diferenciales de crédito (en lo sucesivo: *"credit spread"*) y en el nivel de las tasas de interés, así como a algunos otros parámetros de riesgo de mercado, tomando en consideración los efectos del apalancamiento, cuando sea aplicable. Las Calificaciones de Sensibilidad del Fondo al Riesgo de Mercado no prevén la dirección o magnitud de los cambios en las condiciones de mercado, y por lo tanto no predicen si un fondo o portafolio en particular tendrá, o hasta qué punto tendrá, un desempeño favorable o adverso en el futuro. Las Calificaciones de Sensibilidad del Fondo al Riesgo de Mercado no miden la sensibilidad de un portafolio a riesgos extremos que pudiesen provenir de una menor liquidez en los mercados secundarios durante ciertos períodos.

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

Fitch puede imponer topes cualitativos en la Calificación de Calidad Crediticia del Fondo o en la Calificación de Sensibilidad al Riesgo de Mercado o puede elegir no calificar portafolios que, en opinión de Fitch, utilizan una cantidad excesiva de apalancamiento. Específicamente, si el Factor de Riesgo de Mercado de un portafolio (ver más adelante: Metodología para las Calificaciones de Sensibilidad al Riesgo de Mercado) estuviese muy por encima del límite superior de Fitch debido al apalancamiento, Fitch puede decidir no calificar el fondo. Por ejemplo, si el Factor de Riesgo de Mercado de un portafolio de valores 'BBB' de cinco años fuera de 30 debido al apalancamiento (comparado con un 5 sin apalancamiento), Fitch consideraría el nivel de apalancamiento como excesivo y rechazaría calificar el fondo.

Revisión Legal y Regulatoria

Los marcos jurídicos en los que se establecen los fondos y los mandatos de los portafolios de inversión no son uniformes. Fitch revisa el entorno legal en el que opera un portafolio o fondo en relación a la segregación legal de los activos del fondo y sus prácticas de valuación. Esta revisión considera las dificultades potenciales que pueden surgir en la identificación de la propiedad de los activos y, en particular, si los activos están debidamente segregados y custodiados de manera que sean devueltos en tiempo y forma. Si Fitch identifica debilidades considerables en la segregación y custodia de los activos de un portafolio o fondo, no asignará una calificación.

Evaluación del Administrador de Inversión

Fitch evalúa a un administrador de inversión cuando es responsable de portafolios activos. La calificadora pretende determinar si el administrador de inversión está apropiadamente capacitado, y si es competente y capaz de administrar el portafolio. Si esto no puede ser determinado, Fitch no calificará el fondo. Una vez que se haya completado el proceso de evaluación del administrador, se pueden calificar los portafolios. Algunas áreas de atención incluyen:

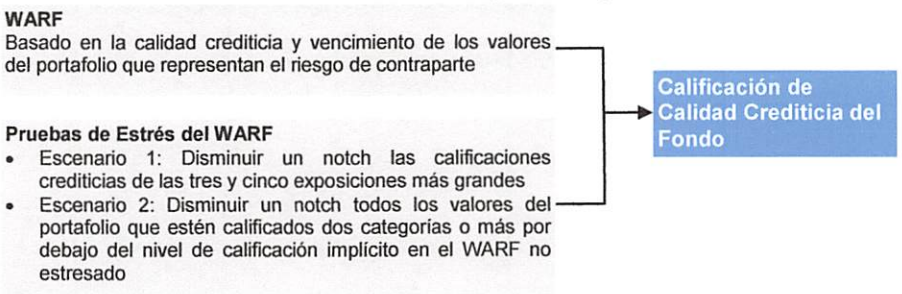
- La estabilidad financiera y de negocio del administrador de inversión, sus recursos de personal y tecnología, controles y gobierno corporativo.

- La trayectoria en la administración de la clase de activos bajo revisión. Fitch toma en cuenta la experiencia del personal clave en la administración de mandatos o estrategias similares en el caso de fondos de nueva creación o nuevos administradores de inversión. En el caso de fondos supervisados por un administrador que tenga una trayectoria débil, por ejemplo, un administrador con un historial de incumplimiento significativamente más alto que lo que esta implícito en los estudios de transición e incumplimiento de Fitch, la Calificación de Calidad Crediticia del Fondo de Fitch será más baja que la indicada por el WARF y el análisis de calidad crediticia del fondo que se detalla a continuación.

Metodología de Calificación de Calidad Crediticia de Fondos

Las Calificaciones de Calidad Crediticia de Fondos se basan en la calidad crediticia promedio ponderada actual y prospectiva de las posiciones de los portafolios subyacentes. Las Calificaciones de Calidad Crediticia de Fondos no son de punto-en-el-tiempo y, por lo tanto, incluyen un elemento de continuidad de calificación (*rating momentum*) para señalar la probabilidad de que un portafolio mantenga una determinada calidad crediticia al paso del tiempo.

Calificación de Calidad Crediticia del Fondo – Diagrama Simplificado



Fuente: Fitch

La Calificación de Calidad Crediticia del Fondo está determinada principalmente por el WARF del portafolio, considerando los valores con calificación en observación negativa, pruebas específicas de estrés como se definen en esta metodología y otras consideraciones de crédito tales como el riesgo contraparte, la concentración y los derivados.

El Factor Promedio Ponderado de Calificación (WARF)

Fitch calcula el WARF del portafolio como el principal factor determinante de la Calificación de Calidad Crediticia del Fondo. La Calificación de Calidad Crediticia del Fondo está en gran medida guiada por la calificación señalada por el cálculo del WARF, tal como se describe en la tabla al final de esta sección. El WARF de un portafolio es la suma del valor ponderado de mercado del factor de calificación crediticio de cada instrumento del portafolio, que considera su vencimiento, basado en fechas de vencimiento legal en la mayoría de los casos. Las excepciones comprenden valores de financiamiento estructurado, en cuyo caso Fitch analiza el promedio de vida ponderado, y los valores que se benefician de una característica de demanda u opción de venta a elección del inversionista, que se consideran en los términos de vencimiento de tal característica.

Los factores de calificación actuales de Fitch se pueden encontrar en la siguiente tabla. Se derivan de la observación de frecuencias de incumplimientos acumulados en 10 años, de acuerdo con el enfoque adoptado en el Modelo Crediticio del Portafolio de Fitch. Estos factores se actualizan periódicamente. Los factores de calificación aplicados o el enfoque utilizado para determinar los factores de calificación aplicables pueden diferir en ciertos mercados nacionales

para reflejar las características específicas de dicho mercado, tal como se describe en el Anexo A. El WARF de un portafolio se calcula con base al valor de mercado (nocional en el caso de CDS y otros derivados comparables) de los activos subyacentes del portafolio. Como consecuencia, la contribución de los instrumentos individuales al WARF total del portafolio cambiará con el valor de mercado de los mismos. Las posiciones cortas cuentan como exposiciones de valor de mercado negativo en el cálculo del WARF de la calificadora. Por ejemplo, una posición corta de menos 50bp en una exposición de 'BBB' de dos años resultaría en un factor de calificación de menos 0.5 x 2.0 = menos 1.0. El Anexo B presenta un ejemplo del cálculo del WARF.

Calificación de Calidad Crediticia del Fondo– Factores de Riesgo Crediticio

Por categoría de calificación del valor subyacente y vencimiento remanente

Vencimiento Remanente	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC/C
0 – 90 días	0.00	0.01	0.2	0.6	5.0	20.0	40	100.0
91 – 397 días	0.01	0.1	0.3	1.0	7.0	28.0	62.8	100.0
398 días – 3 años	0.1	0.2	1.0	2.0	10.0	32.2	62.8	100.0
> 3 años	0.2	0.6	1.6	4.5	17.4	32.2	62.8	100.0

Fuente: Fitch

El WARF se calcula en el nivel de categoría (e.g. 'BBB') en lugar del nivel de grado (en lo sucesivo: *notch)* –e.g. 'BBB+'–. El WARF representa el riesgo crediticio promedio de un portafolio y ayuda a comparar la calidad crediticia intrínseca entre diferentes portafolios.

En el cálculo del WARF, Fitch asume que todos los valores sujetos a una Calificación en Observación Negativa (o nomenclatura comparable bajo otras escalas de calificación) son calificados a un *notch* abajo de la calificación asignada. No se hace ningún ajuste comparable en el caso de valores a los que se ha asignado una Calificación en Observación Positiva o aquellos valores sujetos a una Perspectiva, ya sea positiva o negativa. En el caso de valores que solo traen una calificación de corto plazo, Fitch utiliza las conversiones detalladas en la tabla del margen a la izquierda.

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

Cálculo del WARF

Factores aplicados a valores que sólo tienen calificaciones de corto plazo

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

Fuente: Fitch

Fitch utiliza en su análisis, las calificaciones específicas de cada emisión que toman en consideración la subordinación y colateralización potencial. La calificadora empieza por sus propias calificaciones. Cuando éstas no están disponibles, aplica la calificación más baja entre las asignadas por otras calificadoras reconocidas a nivel mundial. Cuando un fondo invierte en posiciones diversificadas (tales como índices de CDS), Fitch utiliza la calificación promedio ponderada del índice en su cálculo de WARF. Para un swap de incumplimiento crediticio de una sola contraparte, Fitch considera la calificación de la entidad de referencia.

En el caso de activos que no son públicamente calificados por una o más calificadoras reconocidas a nivel mundial, Fitch asumirá que el activo está calificado en 'CCC' para propósitos del cálculo del WARF. Hay dos excepciones a este enfoque: la primera, si Fitch mantiene, o solicita al equipo analítico pertinente de Fitch que le proporcione, una opinión de crédito o una calificación monitoreada de forma privada. La segunda, en limitadas circunstancias, la calificadora puede considerar las evaluaciones crediticias del administrador del fondo, si el comité de calificación de Fitch considera que las mismas son comparables a la

propia evaluación crediticia interna de la calificadora. Este enfoque, sin embargo, solo se aplicaría bajo el enfoque de caso por caso y la calificadora esperaría que los valores cuyas calificaciones se obtienen de esta manera sean 10% o menos del portafolio.

Lineamiento de Rangos del WARF

Rango de WARF	Calificación de calidad crediticia del fondo implícita por WARF
0.00 - 0.3	AAA
0.3 – 1.0	AA
1.0 – 2.6	A
2.6 – 8.8	BBB
8.8 – 22.3	BB
22.3 – 42.4	B
42.4 – 100	CCC e inferiores

Fuente: Fitch

Riesgo Contraparte

Las portafolios pueden estar expuestos al riesgo de contraparte por distintas fuentes, incluyendo operaciones de reporto, contrapartes de *swap*, o depósitos de efectivo. Las exposiciones de contrapartes que no están sujetas a ajustes frecuentes de márgenes y niveles apropiados de constitución de garantías no son exposiciones elegibles en los fondos calificados por Fitch. En el caso de operaciones de reporto, Fitch típicamente basa su cálculo del WARF en la calidad crediticia (es decir la calificación) de la contraparte y en el plazo de la operación de reporto.

Fitch puede, sin embargo, considerar la calidad de la garantía para efectos de su cálculo de WARF. Específicamente, Fitch analizará la calidad crediticia de la garantía subyacente y el vencimiento de la operación de reporto en su cálculo de WARF, cuando la operación de reporto está completamente respaldada por un activo de alta calidad y liquidez (por ejemplo, valores gubernamentales con calificaciones altas), donde haya una amplia visibilidad sobre la composición de la garantía y dicha composición permanece consistente, y la operación de reporto está regulada por un régimen jurídico bajo el cual solamente hay una probabilidad remota de riesgo de retención de la garantía del reporto en caso de incumplimiento de la contraparte.

Efectivo

Los fondos pueden tener saldos de efectivo de diferente magnitud en diferentes momentos, en depósitos bancarios o invertidos en instrumentos del mercado de dinero. Fitch trata tales exposiciones como cualquier otra exposición en su análisis. Por ejemplo, Fitch utilizaría un factor de calificación de 0.01 para un depósito a plazo de 60 días con un banco con calificación 'AA'.

Algunos fondos pueden dejar efectivo no invertido en el banco custodio del fondo. En los casos en que hay segregación total de los saldos de efectivo no invertidos que permanecen en el banco custodio, y cuando ese efectivo está legal y operacionalmente restringido para otros acreedores del banco, como bajo la legislación UCITS V[1], se aplica un factor de calificación de 0 para propósitos del cálculo del WARF. En otros casos, Fitch utiliza el factor de calificación correspondiente a la calidad crediticia del banco custodio en el cálculo de WARF de su portafolio.

Pruebas de Estrés del WARF

Fitch aplica pruebas de estrés específicas al WARF para estimar la sensibilidad de la calificación final a los movimientos a la baja de calificaciones de exposiciones específicas. Fitch aplica las siguientes pruebas de estrés:

[1] *Collective Investment in Transferable Securities*

- Disminuir las calificaciones crediticias de las tres y cinco exposiciones más grandes por un *"notch"*, y recalcular el WARF. Estos escenarios evalúan el riesgo de concentración potencial del portafolio, lo cual a su vez podría implicar un mayor riesgo de cola y vulnerabilidad a pérdidas.
- Disminuir un *"notch"* a todos los valores del portafolio que estén calificados dos categorías o más por debajo del nivel de calificación del fondo implícito en el WARF (no estresado), y recalcular el WARF. Este escenario captura el efecto de una potencial estrategia de *credit 'barbelling'* (inversión en activos de alta calidad y activos de baja calidad crediticia).

Un comité de calificación analiza la sensibilidad de los WARFs estresados por estas pruebas de estrés cuando asigna una Calificación final de Calidad Crediticia de Fondos. En el caso de fondos cuyos WARFs son particularmente sensibles a las pruebas de estrés anteriores, Fitch puede asignar calificaciones más bajas, inclusive mediante la aplicación de modificadores de calificación ('+' y '−') para reflejar el riesgo relativo del fondo dentro de la categoría de calificación.

Metodología de Calificación de Sensibilidad del Fondo al Riesgo de Mercado

En determinados casos, y sujeto a la relevancia en el mercado o la exigencia regulatoria, Fitch puede asignar Calificaciones de Sensibilidad del Fondo al Riesgo de Mercado en adición a la Calificación de Calidad Crediticia del Fondo. Estas últimas están basadas principalmente en el análisis de la duración (duración modificada) y la duración spread (spread duration) del portafolio de un fondo, y ajustada para efectos del apalancamiento (cuando sea aplicable), medido por el factor de riesgo de mercado de Fitch descrito abajo. Las Calificaciones de Sensibilidad del Fondo al Riesgo de Mercado se expresan en una escala que va de 'S1' (muy baja sensibilidad) a 'S6' (muy alta sensibilidad).

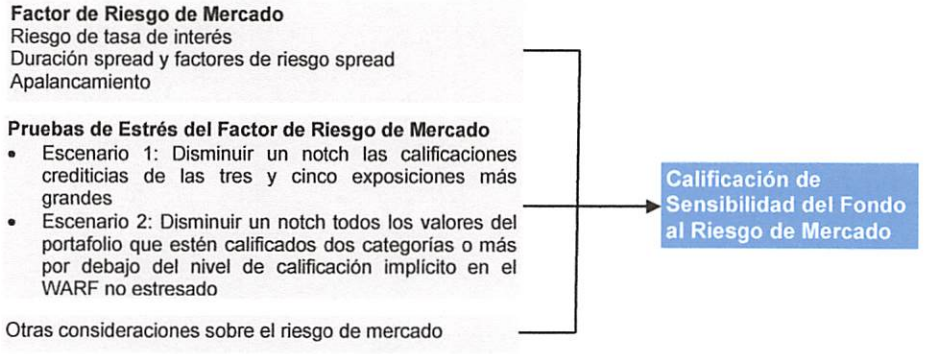
Calificaciones de Sensibilidad del Fondo al Riesgo de Mercado

Sensibilidad al riesgo de mercado	Calificación de sensibilidad del fondo al riesgo de mercado	Factor de sensibilidad al riesgo de mercado[a]
Muy baja	S1	<2.0
Baja	S2	2.0-4.0
Moderada	S3	4.0-7.5
Moderada a Alta	S4	7.5-12.5
Alta	S5	12.5-17.5
Muy alta	S6	17.5-25.0

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

Fuente: Fitch

Calificación de Sensibilidad del Fondo al Riesgo de Mercado – Diagrama Simplificado



Fuente: Fitch

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

El análisis del factor de riesgo de mercado de un portafolio sirve como la principal herramienta utilizada para asignar las Calificaciones de Sensibilidad del Fondo al Riesgo de Mercado.

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

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

Riesgo de Tasa de Interés

La principal medida de riesgo de tasa de interés de Fitch es la duración modificada (es decir, la sensibilidad a cambios en los niveles de tasas de interés, asumiendo un cambio paralelo en la curva de rendimiento). Fitch evalúa el riesgo de tasa de interés mediante el análisis de la duración modificada a niveles de valores individuales y portafolio. La calificadora puede también calcular el vencimiento promedio ponderado del portafolio a la fecha de revisión de la tasa de interés (PPP, o *WAM*, por las siglas en inglés de *weighted-average maturity*) en su análisis de riesgo de tasa de interés como sustituto conservador de la duración modificada.

Riesgo Spread

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

El riesgo *spread* puede ser medido calculando la duración del *spread* de un portafolio (la sensibilidad a *spreads* crediticios cambiantes) y ajustando ese cálculo de acuerdo a un factor de riesgo *spread*. En su análisis de riesgo *spread*, la calificadora también puede calcular el promedio de vida promedio-ponderada de un portafolio (VPP, o WAL, por las siglas en inglés de *weighted-average life*) como indicador conservador de duración de *spread*.

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

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

Factores de Riesgo *Spread*[a]

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC e inferiores
Factor de riesgo *spread*	0.0	0.1	0.3	1.0	3.0	8.0	12.5

[a] Basados en un análisis sobre la volatilidad de *spread* de CDS corporativos no financieros del período 2007-2015 de *Fitch Solutions* y sobre la volatilidad del retorno total del índice de mercado global del mercado de renta fija de *Bank of America Merrill Lynch* para el período 1997-2015. Los factores de riesgo *spread* están basados en la volatilidad de los CDS observados en comparación a aquellos observados en el nivel 'AA'
Fuente: Fitch

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

Fitch reconoce que algunas clases de activos pueden tener sensibilidades al riesgo *spread* que difieren de los supuestos incorporados en sus principales Factores de Riesgo *Spread*. Por consiguiente, como parte de su análisis de calificación, Fitch revisa las exposiciones por clase de activo, geográficas y por tipo de valor de los fondos que califica. Si Fitch determina que el fondo tiene más de aproximadamente una cuarta parte de su portafolio en valores en los que la sensibilidad absoluta y/o relativa al riesgo *spread* exhibe volatilidades considerablemente diferentes a aquellas observadas en los *spread* de CDS y a volatilidades de índices de renta fija de las cuales se derivan los factores de riesgo *spread*, Fitch podrá aplicar ya sea un ajuste cualitativo a la Calificación de Sensibilidad al Riesgo de Mercado derivado de sus principales factores de riesgo *spread* o, bien podrá ajustar los factores de riesgo *spread* utilizados en su análisis de calificación. Este tratamiento será revelado en el comentario de acción de calificación asociado.

Factor de Riesgo de Mercado = Duración + (Duración de *Spread*[2] x Factor de Riesgo *Spread*)

Los portafolios pueden conformarse con muy baja sensibilidad al riesgo de tasa de interés y una exposición materialmente mayor al riesgo *spread* invirtiendo fuertemente en instrumentos de tasa variable. Dado que los instrumentos de tasa variable típicamente son reajustados cada trimestre, un portafolio compuesto en gran medida de ese tipo de valores tendrá muy bajo riesgo de tasa de interés –90 días o menos para ser precisos– pero el vencimiento final de estos instrumentos puede ser más largo, resultando en un riesgo *spread* más alto. Por lo tanto, el factor de riesgo de mercado calculado para dichos fondos, puede ser bajo, particularmente para portafolios con calificaciones más altas, y Fitch se reserva el derecho de aplicar ajustes cualitativos a su cálculo del factor de riesgo de mercado para reconocer esta mezcla de riesgos de inversión en activos con cupones de corto plazo y vencimiento de largo plazo (*barbelling*).

Apalancamiento (Financiero y Económico)

Los portafolios pueden emplear el apalancamiento para alcanzar sus objetivos de inversión. Esto se hace por lo general a través de contratos de préstamos bursatilizados (en particular operaciones inversas de reporto), líneas de crédito, financiamiento de margen o derivados tales como futuros o *swaps* de retorno total. Muchos derivados o valores estructurados también crean apalancamiento *de facto* (de hecho) o económico, ofreciendo a los inversionistas mayores rendimientos con menor inversión inicial a expensas de mayor precio y volatilidad en el retorno total.

Al evaluar el impacto del apalancamiento en los portafolios, Fitch aplica un multiplicador a su factor de riesgo de mercado de forma lineal. Basándose en la fórmula previa, el cálculo del factor de riesgo de mercado puede ampliarse para incorporar el apalancamiento, como sigue:

Factor de Riesgo de Mercado = [Duración + (Duración del *Spread* x Factor de Riesgo *Spread*)] x Apalancamiento

Riesgo Cambiario

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

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

Un portafolio que está conformado por un conjunto de valores denominados en diferentes monedas pero que ofrece a los inversionistas la opción de elegir la moneda de denominación de su participación, puede tener diferentes calificaciones de Sensibilidad al Riesgo de Mercado para cada clase de moneda.

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

Cobertura

Algunos portafolios pueden usar instrumentos derivados para cubrir el riesgo de mercado o administrar sus exposiciones de riesgo de forma más dinámica. En su evaluación, Fitch distingue entre cobertura sistemática y ajuste/negociación discrecional. El reconocimiento de la cobertura sistemática puede darse en la Calificación de Sensibilidad del Fondo al Riesgo de mercado si el administrador puede demostrar su capacidad estructural para reducir la sensibilidad al riesgo de mercado a través de estas posiciones. Por ejemplo, un fondo puede utilizar *swaps* de tasa de interés (u otros instrumentos) para reducir la sensibilidad del portafolio al riesgo de tasa de interés. Si el administrador en este ejemplo puede demostrar a Fitch, que la estrategia de cobertura es eficaz y se aplica de forma consistente, y que el administrador ha demostrado capacidades de gestión de coberturas, entonces Fitch considerará los resultados en su análisis. En este ejemplo, Fitch basaría su cálculo del factor de riesgo de mercado en una duración más baja que la implícita por las posiciones actuales del portafolio debido a la eficacia del mecanismo de cobertura de tasa de interés. Fitch considera la calidad de la contraparte como se describe previamente en la sección "Riesgo Contraparte".

Factor de Riesgo de Mercado Estresado

Fitch aplica pruebas de estrés específicas al Factor de Riesgo de Mercado (MRF) para medir la sensibilidad de la calificación final al riesgo de concentración. Los riesgos de tasa de interés y *spread*, sin embargo, siguen siendo los principales determinantes de la Calificación de Sensibilidad del Fondo al Riesgo de Mercado. Fitch aplica las siguientes pruebas de estrés:

- Disminuir las calificaciones crediticias de las tres y cinco exposiciones más grandes por un *notch,* y recalcular el MRF. Estos escenarios evalúan el riesgo potencial de concentración del portafolio, el cual a su vez podría implicar una mayor sensibilidad al riesgo de mercado.
- Disminuir un *"notch"* todos los valores del portafolio que estén calificados dos categorías o más por debajo del nivel de calificación de calidad crediticia del fondo, implícita por el WARF (no estresado) y recalcular el MRF. Este escenario captura el efecto de una estrategia de *credit "barbelling".*

Al asignar una Calificación Final de Sensibilidad del Fondo al Riesgo de Mercado, un comité de calificación analiza la sensibilidad de los MRF a estas pruebas de estrés, que afectan los cálculos del factor de riesgo *spread*. En el caso de fondos cuyos MRF son particularmente sensibles a las pruebas de estrés anteriores, Fitch puede ajustar las calificaciones para reflejar una mayor sensibilidad de riesgo de mercado que la implícita en el MRF.

Seguimiento

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

Fitch requiere que los fondos calificados proporcionen información periódica sobre las posiciones que mantienen. En la mayoría de los casos Fitch requiere esta información al menos mensualmente, salvo situaciones en las que las restricciones de regulación

establezcan que la frecuencia de suministro de información sea reducida. En la medida que sea posible, Fitch requiere que esta información provenga de una fuente independiente al administrador del fondo, entiéndase, el banco custodio o equivalente, pero aceptará información incremental proporcionada por el mismo administrador del fondo o información completa del mismo administrador cuando pueda verificar la precisión de dicha información de manera periódica con, por ejemplo, los estados financieros anuales auditados de los fondos.

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

- Nombre del valor o identificadores relevantes (tales como clave de pizarra, los números ISIN o CUSIP, cuando sea aplicable)
- Exposición a valor de mercado actual (nocional para CDS) en la moneda base del fondo

Fitch también puede solicitar información adicional para apoyar su análisis como la que se describe a continuación:

- Vencimiento esperado (WAL para valores con garantía –, por las siglas en inglés de *Asset Backed Securities*–, fecha de opción de venta, si el inversionista tiene la opción)
- Vencimiento legal
- Siguiente fecha de revisión de tasa
- Calificaciones actuales de emisiones específicas (incluyendo Observaciones y Perspectivas cuando sea aplicable)
- Moneda
- Tipo de activo

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

Fitch reconoce que, en circunstancias limitadas, algunos cambios en los parámetros clave del portafolio podrán salirse moderada y temporalmente de la metodología de calificación que Fitch utiliza para sus calificaciones asignadas. Por ejemplo, la baja de calificación de un activo subyacente puede incrementar moderadamente el WARF del portafolio por encima del límite de la categoría de calificación actual. Si bien las desviaciones materiales o continuas de la metodología tendrán implicaciones de calificación, a menudo existe una base razonable para un corto periodo de gracia, siempre que el administrador de activos haya propuesto acciones correctivas creíbles y alcanzables en el corto plazo para resolver o mitigar el riesgo. Fitch evaluará dichas instancias caso por caso para determinar si los cambios son material para las calificaciones.

Variaciones a la Metodología

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

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

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificación cuando el riesgo,

característica u otro factor relevante para la asignación de una calificación y los criterios aplicados a la misma son incluidos dentro del alcance de la metodología, pero cuando el análisis descrito en éstos requiere modificarse para abordar factores específicos a la transacción o entidad.

Limitaciones

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

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

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

El enfoque principal de esta metodología son los portafolios de valores de deuda, tales como fondos de bonos y préstamos, fondos de bonos de corto plazo, portafolios de inversión en valores gubernamentales locales (LGIPs), fondos de títulos de deuda de renta fija listados (ETFs), y carteras administradas de valores de deuda de renta fija. Estos fondos pueden contener una variedad de instrumentos de deuda, tales como bonos y préstamos, bancarios, valores de deuda soberana y estructurados. En general, Fitch califica fondos del mercado de dinero bajo su metodología denominada *Global Money Market Fund Rating Criteria*[3].

Los fondos con un mandato más amplio de riesgo son factibles de ser calificados por Fitch bajo esta metodología. Si bien los inversionistas, para financiar los activos netos, esperan que los fondos de deuda a corto plazo con calificaciones altas ofrezcan cierto grado de liquidez y riesgo limitado, por lo general tales fondos no son directamente comparables con los de mercado de dinero, cuya preservación de capital y liquidez están incluidas en los lineamientos operativos y, en ciertas jurisdicciones, prescritas por la regulación.

Este reporte no contempla las calificaciones de la deuda emitida por fondos cerrados apalancados en y fuera de Estados Unidos regulados por la Ley de Sociedades de Inversión de 1940, con sus modificaciones (*Investment Company Act of 1940).* Estos fondos se abordan específicamente en el reporte de metodología de Fitch: *Rating Closed-End Funds and Market Value Structures.*

[3] No aplica para el caso de México.

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

Limitaciones Adicionales:

- Las calificaciones no predicen un nivel o rango específico de desempeño de un portafolio sobre un período de tiempo.
- Las calificaciones no opinan sobre la conveniencia o no conveniencia de un portafolio para inversión o cualquier otro propósito.
- Las Calificaciones de Calidad Crediticia de Fondos no ofrecen una opinión sobre alguna calidad relacionada a un portafolio que no sea la calidad promedio crediticia actual y prospectiva del portafolio invertido.
- Las Calificaciones de Sensibilidad de los Fondos al Riesgo de Mercado no proporcionan una opinión sobre cualquier otra cualidad diferente a la sensibilidad de los retornos totales del portafolio o cambios en el valor de los activos netos a cambios asumidos en los *spreads* crediticios y las tasas de interés, así como otros parámetros de riesgo de mercado; y tomando en consideración los efectos del apalancamiento, cuando sea aplicable

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

Para obtener las definiciones de la Calificación de Calidad Crediticia y la Calificación de Sensibilidad al Riesgo de Mercado de los Fondos, por favor consulte el sitio web de Fitch Ratings.

(https://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings_defintions/index.cfm).

Anexo A: Calificaciones de Fondos de Deuda en Escala Nacional

La calificadora asigna Calificaciones en Escala Nacional a fondos que operan en países donde, por algunos factores de calificación, no es aplicable una comparación con calificaciones internacionales. En dichos casos, esos factores son evaluados en relación a las características del mercado local. Cada Escala de Calificación Nacional es única y es definida para atender las necesidades de su mercado local. Las comparaciones entre distintas escalas nacionales o entre una escala nacional individual y la Escala de Calificación Internacional son inapropiadas y potencialmente engañosas.

En consecuencia, las Calificaciones de Fondos de Deuda en Escala Nacional son identificadas por la adición de un identificador especial para el país del que se trate, tal como 'AAf(mex)/S1(mex)' para Calificaciones Nacionales de Fondos de Deuda en México. En ciertos países, la Escala Nacional de Calificación de Fondos de Deuda puede seguir ciertos estándares específicos de mercado, definidos por los reguladores locales. Fitch publica estas escalas de calificación en sitios web locales de Fitch para atender a esos mercados específicos. Abajo se listan los vínculos a los sitios de Internet en donde se pueden encontrar las escalas locales y las definiciones de calificaciones:

Escalas Nacionales y Definiciones

País	Direcciones de sitios de Internet para calificaciones de calidad crediticia y de sensibilidad al riesgo de mercado de los fondos en escala nacional
Chile	http://www.fitchratings.cl/Links/Definiciones/default.aspx
Colombia	http://www.fitchratings.com.co/Links/Definiciones/default.aspx
Costa Rica	http://www.fitchca.com/Links/Definiciones/default.aspx
República Dominicana	http://www.fitchca.com/Links/Definiciones/default.aspx
México	http://www.fitchratings.mx/Links/Definiciones/default.aspx
Panamá	http://www.fitchca.com/Links/Definiciones/default.aspx

Fuente: Fitch

Calificaciones Nacionales de Calidad Crediticia de Fondos

Para las Calificaciones de Calidad Crediticia de Fondos en Escala Nacional en América Latina, en donde los fondos pueden hacer inversiones transfronterizas[4], la calidad crediticia de los portafolios o fondos se evalúa con base a factores de calificación de calidad crediticia de fondos específicos por país, para obtener el WARF. Estos factores de país se obtienen tomando como base los factores internacionales de calificación de calidad crediticia de los fondos y la calificación soberana del país. Esta base será considerada equivalente a 'AAA' en una escala nacional y las emisiones que tengan una calificación menor a la soberana tendrán de manera correspondiente, una calificación en escala nacional menor para efectos de calcular el WARF.

Adicionalmente, cuando se asignen Calificaciones de Calidad Crediticia de Fondos en una escala nacional, -y cuando las calificaciones de Fitch o de cualquier otra agencia calificadora globalmente reconocida no estén disponibles para los valores de un portafolio- Fitch puede considerar calificaciones crediticias provistas por agencias calificadoras locales al evaluar el riesgo crediticio del portafolio. Fitch puede ajustar dichas calificaciones si lo considera apropiado, tomando en consideración una revisión de la trayectoria y resultados de la agencia calificadora en cuestión, cuando sea posible, y/o tomando en cuenta las diferencias en metodologías de calificación con las de Fitch, a fin de asegurar que la evaluación consistente del riesgo crediticio en todo el portafolio. Sin embargo, Fitch esperaría que la mayoría de los

[4] En las jurisdicciones donde los fondos son sólo nacionales, Fitch transpone los factores de escala internacional directamente al mercado nacional en cuestión. Por ejemplo, en Taiwán, Fitch utilizaría el mismo factor diario de AA 180-397 que utilizaría para las calificaciones en escala internacional (0.1); sin embargo, la Calificación de Calidad Crediticia del Fondo en sí misma se expresa en la escala de calificación nacional de Taiwán que ancla el punto AAA(twn) al nivel del Soberano de Taiwán.

activos dentro de un portafolio sean calificados por una agencia calificadora globalmente reconocida, y que la minoría del portafolio sea sujeta a este tratamiento.

Tamaño Mínimo del Portafolio: En mercados locales en donde como resultado de la regulación o prácticas estándares del mercado, las estructuras de fondos son comúnmente usadas como estructuras de transición, Fitch no aplicará el número mínimo de activos requeridos para las Calificaciones en Escala Internacional, y aplicará los cálculos estándar de WARF con un enfoque de transparencia.

Factores de Riesgo de Mercado en la Escala Nacional

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

Calificaciones de Sensibilidad al Riesgo de Mercado del Fondo

Riesgo de mercado	Calificación de sensibilidad del fondo al riesgo de mercado	Factor de riesgo de mercado
Muy bajo	S1	<0.6
Bajo	S2	0.6-1.0
Moderado	S3	1.0-2.25
Moderado a alto	S4	2.25-3.5
Alto	S5	3.5-6.0
Muy alto	S6	>6.0

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

La Liquidez y Otros Factores de Riesgo.

Los factores de riesgo *spread* usados para calcular los Factores de Sensibilidad al Riesgo de Mercado ya reflejan una prima de riesgo por razones técnicas, crediticias y de liquidez que son inherentes a los valores individuales. Sin embargo, en ciertos mercados nacionales, los reguladores requieren la evaluación de variables adicionales no mencionadas en el cuerpo de esta metodología para ser incluidas en el análisis de los fondos. Por ejemplo, Fitch podría ser requerido a tratar aspectos específicos de liquidez. En dichos casos, Fitch complementa su análisis con otros elementos que pudieran afectar el perfil general de liquidez de un fondo, tales como la concentración de inversionistas, estructura del fondo, el porcentaje del fondo invertido en activos de corto plazo, entre otras variables. Este análisis puede resultar en un ajuste en la Calificación de Sensibilidad al Riesgo de Mercado a fin de reflejar una mayor sensibilidad al riesgo de mercado si Fitch percibe cualquier elemento o una combinación de ellos, que pudieran estar contribuyendo a un mayor riesgo de liquidez relativo al objetivo de inversión del fondo.

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

Inversiones que no son Deuda

Aunque el alcance de esta metodología es calificar portafolios de deuda, en algunos casos, los fondos que son predominantemente de deuda contienen una pequeña exposición en valores que no son deuda, tales como acciones. En dichos casos, la Calificación de Calidad Crediticia

del Fondo refleja solo la parte del portafolio en deuda y excluye a otras inversiones. Fitch deberá revelar en sus comunicaciones cuando esta práctica sea aplicada. Sin embargo, en todos los casos, Fitch espera que la exposición de esas inversiones que no son deuda sea menor. En los casos en los que la proporción de activos que no son deuda excede 10%, Fitch considerará no calificar el portafolio bajo esta metodología.

Fitch reflejará la baja exposición a valores que no sean deuda en la Calificación de Sensibilidad del Fondo a los Factores de Riesgo de Mercado asumiendo que la proporción de dichas inversiones que no son deuda está sujeta al más alto rango de factor de riesgo de mercado e incluyendo esto en su cálculo general de la Calificación de Sensibilidad del Fondo al Riesgo de Mercado.

Anexo B: Ejemplo de Cálculos

Calificación de Calidad Crediticia del Fondo

Portafolio Muestra 1: Portafolio Diversificado de Largo Plazo

Calidad crediticia	Vencimiento Residual	Porcentaje de valor de mercado en el Portafolio (%)	Factor de calificación relacionado
AAA	> 3 años	30	0.2
AA	> 3 años	30	0.6
A	> 3 años	30	1.6
BBB	> 3 años	10	4.5

Fuente: Fitch

WARF: [(30% X 0.2) + (30% X 0.6) + (30% X 1.6) + (10% X 4.5)] = **1.17**

- WARF indica una calidad crediticia promedio ponderada 'A'.
- Categoría indicativa de Calificación de Calidad Crediticia del Fondo: **'A'.**

Portafolio Muestra 2: Portafolio Diversificado de Corto Plazo

Calidad crediticia	Vencimiento Residual	Porcentaje de valor de mercado en el Portafolio (%)	Factor de calificación relacionado
AAA	91 a 397 días	30	0.01
AA	91 a 397 días	30	0.1
A	91 a 397 días	30	0.3
BBB	91 a 397 días	10	1.0

Fuente: Fitch

WARF: [(30% X 0.01) + (30% X 0.1) + (30% X 0.3) + (10% X 1.0)] = **0.22**

- El WARF indica una calidad crediticia promedio ponderada 'AAA'.
- Categoría indicativa de Calificación de Calidad Crediticia del Fondo: **'AAA'.**

Calificación de Sensibilidad del Fondo a los Factores de Riesgo de Mercado

Factor de Riesgo de Mercado = {Duración + (Duración de *Spread* x Factor de Riesgo *Spread*)} x Apalancamiento

Portafolio Muestra 3: Portafolio de Largo Plazo Diversificado

Calidad crediticia	Tipo de valor	Vencimiento Residual	Porcentaje de valor de mercado en el Portafolio (%)	Duración TI	Duración *spread*	Factor de riesgo *spread*
A	Bonos de tasa fija	3 años	10	3	3	0.3
BBB	Bonos de tasa variable	4 años 6 meses para reajuste	40	0.5	4	1.0
BBB	Bonos de tasa fija	4 años	40	4	4	1.0
BB	Bonos de tasa fija	4 años	10	4	4	3.0

Fuente: Fitch

Duración de tasa de interés promedio ponderada:
[(10% X 3) + (40% X 0.5) + (40% X 4) + (10% X 4)] = **2.50**

Duración de *spread* promedio ponderada ajustada al riesgo:
[(10% X 3 X 0.3) + (40% X 4 X 1.0) + (40% X 4 X 1.0) + (10% X 4 X 3.0)] = **4.49**

Factor de Riesgo de Mercado = duración de tasa de interés promedio ponderada + duración de *spread* promedio ponderada ajustada al riesgo.

Factor de Riesgo de Mercado = 2.50 + 4.49 = 6.99

Calificación Indicativa de Sensibilidad del Fondo al Riesgo de Mercado: **'S3'** (Rango: **4.0 to 7.5)**

Anexo C: Descripción del Proceso de Calificación

El proceso de calificación atraviesa las siguientes etapas:

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

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

Anexo D: Análisis de Riesgo de los Fondos y Fondos Nuevos o Cambios en el Objetivo de Inversión.

Fitch lleva a cabo un análisis prospectivo para asegurar que las calificaciones proporcionen una visión a futuro y exhiban estabilidad en el tiempo. Como parte de este análisis, Fitch considera otros factores de riesgo inherentes al fondo, específicamente cómo la composición del fondo puede variar según las condiciones del mercado, teniendo en cuenta el régimen de inversión y estrategia del fondo que se hayan comentado con la administración del fondo, así como cambios en estas estrategias.

Para asegurar que las calificaciones mantienen una visión prospectiva, como parte de su proceso de seguimiento, Fitch mantiene contacto regular con los administradores para entender el desarrollo de la estrategia de inversión del fondo, y para recopilar información sobre los cambios relevantes en la composición del portafolio que pueda afectar elementos clave de calificación. Fitch tomará acciones de calificación para reflejar información nueva cuando sea necesario.

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

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

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

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

Superintendencia de Valores
Departamento de Registro
Comunicaciones de Entradas
17/11/2016 3:01 PM m.manzano
52085

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.. 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 POLITICAS 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 afirmo 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 especificamente. 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 substituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

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

Superintendencia de Valores
Departamento de Registro
Comunicaciones de Entradas
17/11/2016 3:01 PM m.manzano
52085

ESCALA DE CALIFICACIÓN NACIONAL DE FONDOS DE DEUDA

ESCALA DE CALIFICACIÓN NACIONAL DE CALIDAD CREDITICIA:

'AAAf(dom)'
Las Calificaciones de Calidad Crediticia de Fondos 'AAAf(dom)' indican la calidad crediticia subyacente más alta. Se espera que los activos del fondo mantengan un factor de calificación promedio ponderado (WARF por su denominación *Weighted Average Rating Factor* y sus siglas en inglés) en línea con 'AAAf(dom)'.

'AAf(dom)'
Las Calificaciones de Calidad Crediticia de Fondos 'AAf(dom)' indican una calidad crediticia subyacente muy alta. Se espera que los activos del fondo mantengan un WARF en línea con 'AAf(dom)'.

'Af(dom)'
Las Calificaciones de Calidad Crediticia de Fondos 'Af(dom)' indican una calidad crediticia subyacente alta. Se espera que los activos del fondo mantengan un WARF en línea con 'Af(dom)'.

'BBBf(dom)'
Las Calificaciones de Calidad Crediticia de Fondos 'BBBf(dom)' indican una calidad crediticia subyacente buena. Se espera que los activos del fondo mantengan un WARF en línea con 'BBBf(dom)'.

'BBf(dom)'
Las Calificaciones de Calidad Crediticia de Fondos 'BBf(dom)' indican una calidad crediticia subyacente especulativa. Se espera que los activos del fondo mantengan un WARF en línea con 'BBf(dom)'.

'Bf(dom)'
Las Calificaciones de Calidad Crediticia de Fondos 'Bf(dom)' indican una calidad crediticia subyacente muy especulativa. Se espera que los activos mantengan un WARF en línea con 'Bf(dom)'.

'CCCf(dom)'
Las Calificaciones de Calidad Crediticia de Fondos 'CCCf(dom)' indica una calidad crediticia subyacente sustancialmente especulativa, en la forma de exposición material a activos cuyo incumplimiento es inminente o inevitable.

ESCALA DE CALIFICACIÓN NACIONAL DE SENSIBILIDAD AL RIESGO DE MERCADO:

'S1(dom)': Riesgo de Mercado Muy Bajo
Se considera que los fondos calificados en 'S1(dom)' tienen una sensibilidad muy baja al riesgo de mercado. Sobre una base relativa, se espera que los rendimientos totales o los cambios en el valor del activo neto exhiban una estabilidad alta y muestren una volatilidad relativamente baja a través de un rango amplio de escenarios de mercado. Estos fondos o portafolios ofrecen una exposición muy baja a los riesgos de tasas de interés, *spreads* crediticios, cambiarios y, cuando apliquen, a los efectos del apalancamiento o cobertura.

'S2(dom)': Riesgo de Mercado Bajo
Se considera que los fondos calificados en 'S2(dom)' tienen una sensibilidad baja al riesgo de mercado. Sobre una base relativa, se espera que los rendimientos totales o los cambios en el valor del activo neto exhiban una estabilidad relativamente alta a través de un rango de escenarios de mercado. Estos fondos o portafolios ofrecen una exposición baja a los riesgos de tasas de interés, *spreads* crediticios, cambiarios y, cuando apliquen, a los efectos del apalancamiento o cobertura.

'S3(dom)': Riesgo de Mercado Moderado
Se considera que los fondos calificados en 'S3(dom)' tienen una sensibilidad moderada al riesgo de mercado. Sobre una base relativa, se espera que los rendimientos totales o los cambios en el valor del activo neto exhiban alguna variabilidad a través de un rango de escenarios de mercado debido a una exposición mayor a los riesgos de tasas de interés, *spreads* crediticios, cambiarios y, cuando apliquen, a los efectos del apalancamiento o cobertura.

'S4(dom)': Riesgo de Mercado Moderado a Alto
Se considera que los fondos calificados en 'S4(dom)' tienen una sensibilidad 'moderada' y entre 'moderada y alta' al riesgo de mercado. Sobre una base relativa, se espera que los rendimientos totales o los cambios en el valor del activo neto experimenten variabilidad significativa a través de un rango de escenarios de mercado debido a una exposición significativa a los riesgos de tasas de interés, *spreads* crediticios, cambiarios y, cuando apliquen, a los efectos del apalancamiento o cobertura.

'S5(dom)': Riesgo de Mercado Alto
Se considera que los fondos calificados en 'S5(dom)' tienen una sensibilidad alta al riesgo de mercado. Sobre una base relativa, se espera que los rendimientos totales o los cambios en el valor del activo neto experimenten variabilidad sustancial a través de un rango de escenarios de mercado debido a una exposición sustancial a los riesgos de tasas de interés, *spreads* crediticios, cambiarios y, cuando apliquen, a los efectos del apalancamiento o cobertura.

'S6(dom)': Riesgo de Mercado Muy Alto
Se considera que los fondos calificados en 'S6(dom)' tienen una sensibilidad muy alta al riesgo de mercado. Sobre una base relativa, se espera que los rendimientos totales o los cambios en el valor del activo neto experimenten variabilidad extrema a través de un rango de escenarios de mercado debido a una exposición sustancial a los riesgos de tasas de interés, *spreads* crediticios, cambiarios y, cuando apliquen, a los efectos del apalancamiento o cobertura.