Metodología de Calificación de Sociedades de Inversión

Sector Específico

Alcance

Este reporte de metodología especifica los criterios de Fitch Ratings para asignar nuevas calificaciones de riesgo emisor (IDR; *issuer default rating*), calificaciones de instrumentos y calificaciones de recuperación (RR; *recovery ratings*) de entidades corporativas cuya actividad principal consiste en poseer participaciones generalmente no mayoritarias en otras empresas con el fin de generar plusvalías e ingresos por dividendos a largo plazo. Normalmente, no existe integración operativa entre las diversas inversiones y mantienen estructuras de financiación completamente separadas.

Los emisores que comparten características tanto de sociedad de inversión como de conglomerado industrial se analizarán con base en este marco cuando las subsidiarias que representan la mayor parte del valor del grupo no están controladas, o bien, cuando las distintas subsidiarias sean controladas por la sociedad de inversiones, en lugar de como empresas integradas. En caso contrario, aplicará la "Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria".

Esta metodología no cubre fondos de inversión ni administradores de activos alternativos (como las empresas de capital privado y fondos de cobertura). [*Para más detalles sobre la distinción entre sociedades de inversión, conglomerados y fondos de inversión, ver tabla "Sociedades de Inversión frente a Conglomerados y Fondos de Inversión"*].

La metodología debe leerse junto con la "Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas" de Fitch, ya que la evaluación de cualquier sociedad de inversión implica la consideración de riesgos comunes entre todas las entidades corporativas. Además, la "Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas" describe cómo el Navegador de Calificación guía la aplicación de los conceptos generales de la metodología por sector específico.

Las disposiciones de este reporte de metodología aplican para la asignación de calificaciones de instrumentos y RR para la deuda emitida por sociedades de inversión, a diferencia de las disposiciones de la "Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria".

Factores Clave de Calificación

Las calificaciones de Fitch reflejan factores cualitativos y cuantitativos que abarcan el perfil de negocios y financiero de una entidad. La ponderación entre los factores cualitativos y cuantitativos individuales y agregados varía entre las entidades del sector, así como a lo largo del tiempo. Como lineamiento general, cuando un factor es significativamente más débil que otros, este elemento más débil tiende a atraer un mayor peso en el análisis.

Transparencia y Ejecución de la Estrategia de Inversión: Claridad y coherencia de la estrategia de inversión de una sociedad de inversión, así como su adhesión a la estrategia establecida.

Apetito de Riesgo e Historial de Inversión: Apetito al riesgo de inversión, tanto empresarial como financiero, así como el historial de rendimientos frente a indicadores de mercado relevantes.

Diversificación de la Cartera: Diversificación geográfica y por sectores de actividad, así como la concentración del valor de los activos, medida en valor patrimonial, dentro de la cartera de inversión.

Contenido

Alcance 1
Factores Clave de Calificación 1
Aplicación de la Metodología 2
Factores Clave de Calificación 4
Riesgos de Transferencia y Convertibilidad 13
Calificación de Instrumentos y Calificación de Recuperación 14
Sensibilidad de Supuestos de la Calificación 15
Variaciones de la Metodología 15
Divulgaciones de la Metodología 16
Fuentes de Información 16
Limitaciones de la Metodología 16
Apéndice 16

Este reporte de metodología es una traducción del reporte de metodología "Investment Holding Companies Rating Criteria", publicado el 26 de mayo de 2023.

Los reportes de metodología vigentes en español mencionados a lo largo de este reporte de metodología pueden consultarse dando clic aquí.

Metodologías Relacionadas

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas
Corporates Recovery Ratings and Instrument Ratings Criteria
Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria
Metodología de Calificaciones en Escala Nacional
Country-Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria
Corporates Exceeding the Country Ceiling Criteria

Analistas

Steve Durose
+61 2 8256 0307
steve.durose@fitchratings.com

Anna Zhdanova
+44 20 3530 1972
anna.zhdanova@fitchratings.com

Maude Tremblay, CFA
+1 312 368 3203
maude.tremblay@fitchratings.com

Características Crediticias de la Cartera: La calidad crediticia media de la cartera de inversión y la calidad de la divulgación de las inversiones.

Estructura Financiera: La razón de deuda bruta desconsolidada (es decir, la deuda al nivel de la sociedad de inversión) al valor patrimonial de la cartera de inversiones (razón de deuda a valor; LTV: *loan to value*) suele ser el enfoque central del análisis de la estructura financiera. La razón de LTV neta y LTV con evaluaciones de activos en estrés son métricas complementarias. Cuando proceda, se tendrán en cuenta el apalancamiento basado en el flujo de fondos y el riesgo cambiario.

Flexibilidad Financiera: La liquidez de las inversiones en cartera, la liquidez fácilmente disponible procedente de otras fuentes, la cobertura de efectivo a nivel de la sociedad de inversión (efectivo recurrente recibido por la sociedad de inversión, dividido por sus gastos en efectivo, impuestos y pagos de intereses), la estabilidad y el control sobre los flujos de fondos recurrentes recibidos de las inversiones, así como la disciplina financiera.

Acceso al Capital: La capacidad de la sociedad de inversión para acceder a una variedad de mercados de capitales para recaudar fondos para cumplir con sus obligaciones, en caso de que otras fuentes de liquidez no estén disponibles o no sean atractivas.

Entorno Operativo, y Administración y Gobierno Corporativo: Los detalles de estos factores, comunes para todas las entidades corporativas, pueden encontrarse en la "Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas".

Rango de Calificaciones

Es poco probable, aunque no imposible, que una sociedad de inversión, incluso sin deuda y con una amplia diversificación, sea calificada en la categoría de calificación 'AA' o superior, porque la gama de calificaciones de la mayoría de los sectores empresariales suele alcanzar su punto máximo en la categoría de calificación 'A'. La falta de control general sobre las inversiones de las sociedad de inversión, en comparación con las de los conglomerados, también limita el rango de calificaciones.

Aplicación de la Metodología

Lo que diferencia a las sociedades de inversión de los conglomerados industriales es principalmente la falta de control, la falta de integración operativa, la financiación estrictamente independiente y la intención final de enajenar las inversiones para generar plusvalías, aunque con un horizonte temporal relativamente largo. Por el contrario, los conglomerados tienden a controlar sus distintas inversiones e integrarlas al menos dentro de cada línea de negocio, con un enfoque más centralizado en la financiación. Las inversiones de los conglomerados generalmente no se mantienen con el propósito de generar ganancias de capital por su venta.

Las sociedades controladoras que tengan principalmente participación de control en subsidiarias con una integración operativa significativa y un enfoque más centralizado de la financiación, se analizarán con base en la "Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria" de Fitch.

Las sociedades controladoras en las que la mayor parte del valor de capital de la cartera no proceda de entidades corporativas (sino, por ejemplo, de instituciones financieras) estarán cubiertas por la metodología del sector que corresponda (por ejemplo, la "Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias").

En función de sus objetivos, los fondos de inversión tienden a mantener un número mayor de inversiones en cartera para reducir el riesgo de exposición a un solo nombre. Como consecuencia del mayor número de participaciones, la mayoría de los fondos de inversión suelen ser inversionistas más pasivos, mientras que las sociedades de inversión tienden a influir en la estrategia de las empresas en las que invierten. Los fondos de inversión pueden calificarse bajo la "Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias".

Sociedades de Inversión frente a Conglomerados y Fondos de Inversión

	Sociedades de Inversión	Conglomerados	Fondos de Inversión
Integración operativa	Ninguna.	Fuerte dentro de cada línea de negocio. Moderado entre las líneas de negocio.	Ninguna.
Número de inversiones o líneas de negocio	Por lo general, entre cinco y diez inversiones representan la mayor parte del valor patrimonial de la cartera.	Normalmente menos de cinco líneas de negocio, pero puede haber un gran número de empresas controladas e integradas.	Cantidad elevada.
Estabilidad de la cartera	Inversiones a largo plazo con períodos de mantención que suelen prolongarse durante varios años.	Alta.	Reajuste continuo de las inversiones.
Control	Desde algunos puntos porcentuales a grandes participaciones minoritarias y, posiblemente, algunas participaciones de control. Influencia sobre la estrategia, pero sin control en la misma.	La mayoría son participaciones mayoritarias. Estrategia dictada por la sociedad controladora.	Generalmente solo participaciones minoritarias. Usualmente con poca o nula influencia en la estrategia o la gestión.
Financiación	Financiación estrictamente separada de la sociedad de inversión y las distintas inversiones.	Cierta financiación centralizada.	Financiación estrictamente separada del fondo de inversión y las inversiones.
Creación de valor	Ganancias de capital e ingresos por dividendos.	Mejorar los flujos de caja de las operaciones, ganancias consolidados.	Ganancias de capital e ingresos por dividendos.
Fuente de reembolso de la deuda	Por lo general, venta de inversiones o introducción de nuevo capital.	Flujo de fondos.	Venta de inversiones.
Riesgos principales	Liquidez y acceso al capital: este último depende de la liquidez de los activos y capacidad de monetización, volatilidad de la valoración de la cartera de inversiones y el riesgo financiero.	Volatilidad de los flujos de caja.	Liquidez de las inversiones y su valor, volatilidad de los dividendos y demanda de los inversores.
¿Cubiertos por esta metodología?	Sí	No	No

Fuente: Fitch Ratings

Aunque esta metodología se enfoca en las sociedades de inversión con cierto número de inversiones, también cubren sociedades de inversión con participación minoritaria en solo una entidad corporativa.

Fitch podría evaluar a una sociedad como una sociedad de inversión aunque tuviera participaciones mayoritarias en inversiones en caso de que: tendiera a ejercer una influencia moderada sobre la estrategia, en lugar de un control estricto de la inversión; de haber poca integración operativa u organizativa entre la sociedad y su subsidiaria; la financiación está estrictamente separada; y/o se espera que las inversiones se vendan para obtener plusvalías, aunque a mayor plazo.

Factores Clave de Calificación

Entorno Operativo

El entorno operativo (EO) refleja únicamente la sede principal de sociedad de inversión. En cambio, para otras empresas multijurisdiccionales, el EO incorpora una evaluación combinada de los países en los que operan las empresas.

La evaluación del EO de Fitch comprende tres elementos:

- Entorno económico: En el caso de una sociedad de inversión, es probable que el entorno económico sea el lugar donde se encuentra su sede y activos principales no destinados a la inversión, así como el lugar donde trabaja su personal y de su jurisdicción fiscal.
- Acceso financiero del emisor: Para una sociedad de inversión, la evaluación del subfactor de desarrollo del mercado financiero reflejaría la jurisdicción del mercado de deuda considerada "local" para la sociedad de inversión.
- Gobernanza sistémica: La "Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas" de Fitch establece que un emisor, o bien, la jurisdicción de gobernanza sistémica del emisor, se evaluará generalmente en función de la ubicación de su sede". Esto aplica también para las sociedades de inversión.

El EO es una consideración asimétrica, en el sentido de que solo tendrá un impacto en la calificación del emisor cuando sea negativa. Las empresas pueden tener éxito y fracasar en los entornos más favorables, generalmente adjudicándole a los mismos una consideración neutral para la calificación. Sin embargo, un entorno de mayor riesgo podría limitar activamente el potencial de una empresa y su perfil crediticio general. [*Para mayor detalle, ver "Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas"*].

Administración y Gobierno Corporativo

Este factor es común para todas las entidades corporativas e incluye la evaluación de los siguientes subfactores para la sociedad de inversión: estrategia de administración, estructura y calidad del gobierno corporativo, riesgos relacionados con la estructura del grupo y grado de transparencia financiera. [*Para mayor detalle, ver "Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas"*].

La evaluación de estos factores para las inversiones de la sociedad de inversión se refleja en el subfactor de fortaleza crediticia promedio ponderada de la cartera por valor de capital del FCC de las características crediticias de la cartera.

Transparencia y Ejecución de la Estrategia de Inversión

Los lineamientos de inversión claros y bien articulados benefician la evaluación de Fitch de la postura de una sociedad de inversión ante el riesgo de inversión al proveer transparencia y mejorar la previsibilidad de inversiones futuras o monetización. Los compromisos estratégicos públicos se considerarían más sólidos que las políticas privadas. Fitch también evalúa el apego que tiene una empresa a sus directrices, ya que una estrategia claramente articulada pierde sentido cuanto más frecuentemente se desvía de ella una sociedad de inversión para tomar decisiones oportunistas contrarias a su estrategia declarada.

Transparencia y Ejecución de la Estrategia de Inversión

Puntuación	
a	Estrategia de inversión a largo plazo bien articulada, con muy pocos ejemplos relevantes de desviación.
bbb	Estrategia de inversión a largo plazo coherente pero menos articulada, con una aplicación generalmente coherente. Incluye sociedades de inversión en las que la estrategia no está explícitamente articulada, pero resulta evidente por un historial a largo plazo de inversiones y desinversiones.
bb	Estrategia de inversión puede no estar claramente articulada o cambiar con frecuencia, con algunas desviaciones de la estrategia. Incluye a las sociedades de inversión en las que la estrategia no está explícitamente articulada, pero que es de alguna manera aparente a partir del historial a largo plazo de inversiones y desinversiones.
b	Comportamiento en gran medida oportunista, desviaciones significativas de la estrategia de inversión declarada, o estrategia de inversión no articulada ni evidente por su historial.
ccc	Estrategia de inversión nula o ignorada, y las acciones amenazan la viabilidad de sociedades de inversión.

Fuente: Fitch Ratings

Apetito de Riesgo e Historial de Inversión

La propensión al riesgo de una sociedad de inversión y su marco de evaluación y administración de riesgo afectarán a su perfil crediticio. Por ejemplo, es probable que el efectivo generado por la cartera de inversiones y el valor del patrimonio neto de la cartera sean más estables si los riesgos empresariales y financieros de las inversiones son menores. Por lo tanto, Fitch evalúa la postura de la sociedad de inversión ante el riesgo de inversión (por ejemplo, la estabilidad y madurez de su mercado, posición de mercado, consistencia de los dividendos desembolsados, el apalancamiento financiero y la flexibilidad financiera), así como el marco de evaluación del riesgo de las inversiones y los procesos de toma de decisiones de inversión de la sociedad de inversión, cuando es posible.

Aunque el historial global de inversión de la cartera se reflejará generalmente en los resultados financieros de la sociedad de inversión, Fitch también examina los rendimientos de la inversión (acumulación de valor y generación de flujo de caja) en relación con los objetivos establecidos e indicadores de desempeño del mercado más amplios. En la medida de lo posible, Fitch evalúa estos rendimientos en comparación con inversiones con perfiles de riesgo similares. Por ejemplo, una inversión única en el sector de tecnología que rinda más que el índice de mercado de todos los sectores podría considerarse poco rentable si no ha obtenido tan buenos resultados como un índice tecnológico amplio durante el mismo período.

Un historial de rendimientos bajos (por ejemplo, castigos recurrentes de inversiones relevantes o decisiones de inversión agresivas) no serían, generalmente, coherentes con una calificación de grado de inversión.

Subfactores de Apetito de Riesgo e Historial de Inversión

Puntuación	Apetito de Riesgo	Historial de Inversión
a	Apetito de riesgo de inversión muy conservador (riesgo empresarial y financiero de las inversiones).	Historial consistente de rendimientos que rebasan los objetivos y de indicadores de rendimiento del mercado relevantes.
bbb	Apetito de riesgo de inversión conservador (riesgo empresarial y financiero de las inversiones).	Historial satisfactorio de rendimientos que generalmente cumplen los objetivos y de indicadores de rendimiento del mercado pertinentes.
bb	Mayor apetito de riesgo de inversión (riesgo empresarial y financiero de las inversiones).	Historial menos satisfactorio o consistente de rendimientos en comparación con los objetivos e indicadores de rendimiento del mercado pertinentes.
b	Apetito de riesgo de inversión agresivo (riesgo empresarial y financiero de las inversiones).	Resultados mediocres en comparación con los objetivos e indicadores de rendimiento del mercado.
ccc	Apetito de cartera de inversión con un riesgo muy elevado (riesgo empresarial y financiero de las inversiones), que amenaza la viabilidad de sociedades de inversión.	Historial de rendimientos muy pobre en comparación con los objetivos y los indicadores de rendimiento del mercado pertinentes, y amenaza la viabilidad de sociedades de inversión.

Fuente: Fitch Ratings

Diversificación de la Cartera

Una cartera de inversiones bien diversificada ofrecerá por lo general una mayor estabilidad del valor de las acciones o de los dividendos generados que una con mayor concentración, ya que las fluctuaciones sectoriales o geográficas específicas del mercado tendrán un menor impacto global.

Subfactores de Diversificación de la Cartera

Puntuación	Diversificación de Negocios y Geográfica	Concentración del Valor de los Activos
a	Los activos de la cartera están bien diversificados, geográficamente o por sector. Si es un sector el que predomina, la diversificación geográfica es muy fuerte y viceversa. La exposición geográfica puede ser a una sola gran economía, en caso de que la diversificación regional sea fuerte dentro de ese mercado.	Bajo – El valor patrimonial de las tres mayores inversiones representa hasta 50% del valor patrimonial de la cartera, o el mayor activo, hasta 25%.
bbb	Los activos de la cartera están moderadamente diversificados, ya sea geográficamente por mercado o sector. La cartera puede tener un fuerte sesgo hacia un único mercado geográfico (región de una economía grande) o sector, pero no hacia ambos.	Moderado – El valor patrimonial de las tres mayores inversiones representa entre 51% y 60% del valor patrimonial de la cartera, o el mayor activo, entre 26% y 40%.
bb	La diversificación de los activos de la cartera es limitada. Existe un fuerte sesgo de la cartera tanto en términos de mercado geográfico como de sector.	Alto – El valor de los fondos propios de las tres mayores inversiones representa entre 61% y 80% del valor patrimonial de la cartera, o el mayor activo, entre 41% y 60%.
b	La diversificación de los activos de cartera es escasa. Hay poca diversificación por mercados geográficos o sector.	Muy alto – El valor de capital de las tres inversiones mayores representa más de 80% del valor patrimonial de la cartera, o el mayor activo, más de 60%.
ccc	La cartera está muy concentrada en regiones en las que los flujos de fondos se afectan de manera signficativa por	Amenaza de concentración – Concentración muy elevada en activos en declive secular, en dificultades, o más próximo a ellas.

Subfactores de Diversificación de la Cartera

Puntuación	Diversificación de Negocios y Geográfica	Concentración del Valor de los Activos
	condiciones recesivas o perturbadoras, o bien, en sectores en declive secular.	

Fuente: Fitch Ratings

En el caso de la concentración del valor de los activos, cuando la cuota del valor del activo más importante indique una categoría diferente de la indicada por la cuota del valor de los tres activos principales, Fitch tomará generalmente la categoría inferior como evaluación del subfactor.

Características Crediticias de la Cartera

Fitch evalúa la calidad crediticia promedio de la cartera de activos (ponderada por el valor patrimonial de las inversiones) para indicar tanto de la calidad de las inversiones como del riesgo de que el valor del patrimonio caiga bruscamente por dificultades financieras de las inversiones y/o por una disminución importante de la distribución de dividendos a la sociedad de inversión. Dado que estos riesgos no cambian de forma lineal a lo largo de la escala de calificación (la probabilidad aumenta rápidamente hacia el extremo inferior del espectro de calificación), Fitch pondera la calidad crediticia de cada inversión utilizando los siguientes factores de calificación media ponderada (WARF; *weighted average rating factor*), que se derivan de las frecuencias de impago observadas durante 10 años.

Factores de Calificación

Fortaleza Crediticia	Factor de Calificación	Fortaleza Crediticia	Factor de Calificación
aaa	0.136	bb+	8.903
aa+	0.349	bb	11.844
aa	0.629	bb-	15.733
aa–	0.858	b+	19.627
a+	1.237	b	23.671
a	1.572	b–	32.221
a–	2.099	ccc+	41.111
bbb+	2.630	ccc	50.000
bbb	3.162	ccc–	63.431
bbb–	6.039		

Fuente: Fitch Ratings

El siguiente cuadro muestra un ejemplo del cálculo de la fortaleza crediticia promedio ponderada de la cartera, utilizando el enfoque WARF.

Ejemplo – Cálculo de la Fortaleza Crediticia Promedio Ponderada de la Cartera

Activo	Porcentaje del Valor Capital de la Cartera (%)	Fortaleza Crediticia	WARF	WARF x Porcentaje del Valor Capital de la Cartera
Activo 1	31	b	23.671	7.3
Activo 2	28	bbb–	6.039	1.7
Activo 3	22	bbb+	2.630	0.6
Activo 4	19	a–	2.099	0.4
Total	**100**			**10.0**
				Lo más cercano es bb+ en la escala WARF

Fuente: Fitch Ratings

En este ejemplo, la fortaleza crediticia promedio ponderada de la cartera por valor patrimonial es de bb+, ya que es la más próxima a 10,0 (la suma de la última columna del cuadro de ejemplo) en la tabla del WARF.

Con este fin, la fortaleza crediticia de la inversión se evalúa bajo la "Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas", utilizando el reporte de Navegador Sectorial correspondiente y/o el análisis de pares. Cuando la inversión no la cubra la "Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas", Fitch aplicará los principios de la metodología adecuada para evaluar la fortaleza crediticia de la inversión (por ejemplo, la "Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos", "Metodología de Calificación de Bancos" o la "Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias").

No se requiere una calificación o una opinión crediticia de la inversión, ya que la calidad crediticia de la inversión es uno de los muchos factores que intervienen en la evaluación del perfil crediticio de una sociedad de inversión. Fitch intentará realizar una evaluación de la fortaleza crediticia de 85% de la cartera de inversiones de la sociedad de inversión por valor, como mínimo. En los casos en que esto no sea posible, Fitch divulgará la proporción del valor de la cartera evaluada, las razones por las que no se ha alcanzado el umbral de 85% y una explicación de por qué el incumplimiento del umbral no tiene impacto en la calificación de la sociedad de inversión .

La evaluación de Fitch de la fortaleza crediticia individual de las inversiones se basa en la moneda local (ML); incorpora los riesgos de negocio y financieros de la entidad, así como los riesgos relativos al EO. Excluye cualquier restricción del techo país, lo cual refleja el riesgo de que se establezcan restricciones de transferencia y convertibilidad (T&C), afectando únicamente a la fortaleza crediticia en moneda extranjera (ME). Esto refleja la escasa probabilidad de que las restricciones de T&C se apliquen simultáneamente en todas las jurisdicciones pertinentes. El enfoque a los riesgos de T&C se describe a mayor detalle en la página 11, incluyendo cuándo el techo país es relevante para las carteras de inversión con exposición geográfica concentrada.

Fitch también evalúa la calidad y frecuencia de la información disponible en las inversiones, ya que esto afecta la capacidad de Fitch de monitorear el valor capital y generación de dividendos. El subfactor transparencia financiera de las inversiones es un modificador negativo en el factor de características crediticias de la cartera; una transparencia baja afectaría la evaluación general de Fitch de este factor, aunque una transparencia alta probablemente no la elevaría. La transparencia evaluada se refiere únicamente a las inversiones, ya que la transparencia a nivel de sociedades de inversión se evalúa en el factor gestión y gobierno corporativo.

Subfactores de las Características Crediticias de la Cartera

Puntuación	Fortaleza Crediticia Promedio Ponderada de la Cartera por Valor de Capital	Transparencia Financiera de las Inversiones
a	a	Las inversiones proporcionan informes financieros oportunos y de alta calidad.
bbb	bbb	Las inversiones proporcionan informes de buena calidad sin fallos significativos, alineadas con el promedio de las de empresas cotizadas en las bolsas principales.
bb	bb	La información financiera de las inversiones es adecuada, pero con algunas deficiencias (por ejemplo, falta de análisis intermedio o por segmentos).
b	b	La información financiera de las inversiones es defectuosa y/o incluye políticas contables agresivas.
ccc	ccc	Ausencia sostenida de información financiera por parte de las inversiones por motivos que no sean de fuerza mayor, cambio de auditor o reestructuración empresarial.

Fuente: Fitch Ratings

Cuando el factor características crediticias de la cartera se evalúa en 'bb' o por debajo y es más débil que la mayoría de los demás, Fitch le asignaría por lo general una importancia relativa "Mayor" en la evaluación del reporte de navegador, dado que el valor patrimonial de las inversiones podría deteriorarse rápidamente si la compañía se acercara a una situación de dificultad financiera e impago.

Estructura Financiera

Dado que los vencimientos de deuda de las sociedades de inversión generalmente se reemplaza por deuda similar o se reembolsa con monetización de activos, la métrica de deuda a flujo de fondos suele ser menos relevante para las sociedades de inversión que para otras empresas, y la razón de LTV refleja mejor el perfil de fondeo de las sociedades de inversión. Las sociedades de inversión pueden monetizar las inversiones para reducir la deuda o utilizar el capital de los activos invertidos como garantía para acceder al mercado de deuda. Por lo tanto, las sociedades de inversión con un razón de LTV más baja tienen una capacidad mayor de obtener deuda, y/o es probable que tengan que monetizar menos de su cartera de inversiones para reemplazar la deuda venciendo.

Fitch evalúa la razón de LTV en términos brutos y netos. En el caso de las participaciones no cotizadas en bolsa, el valor patrimonial se calcula utilizando medidas de mercado pertinentes, como el valor de empresa a EBITDA o la relación de precio a ganancias de empresas similares. Algunas sociedades de inversión pueden mantener un mayor colchón de efectivo para administración de riesgos (para hacer frente a necesidades imprevistas de liquidez relacionadas con el servicio de la deuda) o como fondo de reserva para inversiones, o ambas cosas. Fitch considera que tendrá más peso el LTV neto, en los que dicho efectivo se deduce de la deuda en el numerador, si se mantiene sistemáticamente un saldo de efectivo con fines de mitigación del riesgo.

La valoración de la cartera tiende a ser volátil, especialmente si la cartera de una sociedad de inversión se concentra en un número relativamente limitado de participaciones, y la monetización puede ser difícil, especialmente si una sociedad de inversión posee participaciones relativamente grandes. Además, puede producirse un rápido deterioro del valor del patrimonio en caso de que la inversión sufra dificultades financieras. Por estas razones, la razón de LTV coherente con cada nivel de calificación es relativamente bajo.

Fitch también calcula los LTV sobre una base de valoración estresada, debido a la volatilidad potencial del valor de las acciones de la cartera. En el caso de las participaciones cotizadas en bolsa, Fitch recorta el precio actual de la acción en tres veces la desviación estándar de la variación porcentual mes a mes del precio promedio de la acción (mes calendario) observada en el período más corto entre 10 años y el más largo disponible. En el caso de las participaciones no cotizadas, Fitch adopta un enfoque más conservador de valoración utilizando las medidas correspondientes del mercado o el recorte de valoración de un par cotizado, como alternativa. Se otorgará mayor peso a la razón de LTV estresada cuando exista una diferencia significativa (una categoría o más según la tabla siguiente) entre la LTV no estresada y la estresada, lo que indicará una volatilidad mayor del valor de la cartera.

Las sociedades de inversión con activos de cartera ilíquidos o que son muy reacias a obtener capital mediante la venta de activos (incluso si no pueden desinvertir debido al compromiso de mantener un nivel mínimo de propiedad) dependerán más del efectivo generado por las inversiones para obtener y pagar la deuda. Para estas sociedades de inversión, es probable que demos más peso al apalancamiento basado en el flujo de caja (subfactor deuda a nivel de sociedades de inversión/efectivo recurrente recibido) que a la razón de LTV. El efectivo recurrente recibido incluye dividendos, comisiones y cualquier ingreso recurrente similar.

Fitch también evalúa el descalce cambiario entre la deuda de una sociedad de inversión y el valor patrimonial de sus inversiones o los ingresos en efectivo procedentes de las mismas. Cuanto mayor sea el descalce, mayor será el riesgo de que el apalancamiento y el servicio de la deuda se vean afectados por las fluctuaciones monetarias. Se trata de un factor asimétrico; una puntuación más débil en este subfactor puede pesar en la puntuación global del factor de estructura financiera, pero

una evaluación más fuerte que las puntuaciones de otros subfactores no elevará la evaluación del factor.

Estructura Financiera

Puntuación	LTV Bruto (%)	LTV Neto (%)	LTV Bruto Estresado (%)	Deuda Bruta de las Sociedades de Inversión/Efectivo Recurrente Recibido (Veces)	Descalce Cambiario
a	<20	<15	<25	2.5	No hay descalce significativo de divisas entre la deuda de la sociedad de inversión y la denominación en divisas del valor del activo, ni entre los pagos de intereses de la sociedad de inversión y el flujo de fondos recibido, después de considerar la cobertura.
bbb	35	30	45	3.5	Descalce limitado de divisas entre la deuda de la sociedad de inversión y la denominación en divisas del valor del activo, o entre los pagos de intereses de la sociedad de inversión y el flujo de efectivo recibido, después de considerar la cobertura.
bb	45	40	60	4.5	Descalce moderado de divisas entre la deuda de la sociedad de inversión y la denominación en divisas del valor del activo, o entre los pagos de intereses de la sociedad de inversión y el flujo de caja recibido, después de considerar la cobertura.
b	55	50	70	6.0	Gran descalce cambiario entre la deuda de la sociedad de inversión y la denominación en divisas del valor de los activos, o entre los pagos de intereses de la sociedad de inversión y el flujo de caja recibido. Cobertura no significativa o ineficaz.
ccc	>60	>55	>80	>7.0	La exposición al tipo de cambio predomina en el deterioro de la capacidad del emisor de refinanciar o atender el servicio de la deuda en términos de efectivo.

Fuente: Fitch Ratings

Flexibilidad Financiera

La flexibilidad financiera es clave para la fortaleza crediticia de una sociedad de inversión y se evalúa a través de los cinco subfactores siguientes. En general, las sociedades de inversión cumplen sus obligaciones de capital a partir de la monetización de activos, reemplazando el fondeo por otro similar o a través de liquidez no utilizada, más que a partir de los flujos de caja devengados por las inversiones. Por lo tanto, la liquidez de los activos y la liquidez fácilmente disponible suelen ser más importantes para la flexibilidad financiera que la cobertura de efectivo de la sociedad de inversión y la estabilidad y control de los flujos de caja recurrentes.

Liquidez de los Activos

La capacidad de disponer fácilmente de inversiones es una fuente importante de flexibilidad financiera. Una diversificación amplia de la cartera ayuda a preservar la capacidad de vender activos en todo momento, mientras que la concentración en activos de un único mercado emergente, por ejemplo, podría considerarse negativa porque la profundidad de estos mercados tiende a ser relativamente limitada. La evaluación se centra en la capacidad de la sociedad de inversión de vender sus inversiones con rapidez razonable, sin detonar un descenso significativo del valor de los activos.

Los activos que no cotizan en bolsa, aquellos que cotizan en bolsa con solo un pequeño capital flotante y los activos con restricciones prácticas significativas de disponibilidad (por ejemplo, impuestos, pacto de accionistas) se consideran activos con liquidez escasa. Por el contrario, las participaciones relativamente pequeñas (por ejemplo, de 5% o menos) en participaciones de empresas destacadas ampliamente distribuidas suelen considerarse muy líquidas.

Liquidez de Disponibilidad Inmediata

La refinanciación es un riesgo clave para las sociedades de inversión, ya que su apalancamiento de flujo de fondos tiende a ser elevado y, por lo general, la deuda no puede reducirse significativamente mediante la distribución de efectivo procedente de sus activos. La venta de activos o la refinanciación suelen ser necesarias para pagar la deuda que vence.

La venta de inversiones y refinanciación de la deuda con vencimientos pueden resultar difíciles en períodos de perturbación del mercado. Además, los dividendos recibidos podrían estar bajo estrés durante los períodos de incertidumbre económica. Por lo tanto, es importante que las sociedades de inversión mantengan un colchón de liquidez suficiente para cubrir dichos períodos y evitar la agrupación de los pagos de deuda. Los colchones de liquidez deben, por tanto, cubrir un período más largo que el de una entidad corporativa no financiera común.

Fitch define la puntuación de liquidez de disponibilidad inmediata con referencia al número de meses (según se define en la tabla siguiente) para los que el siguiente coeficiente de liquidez supera 1,25x:

(efectivo + líneas de crédito comprometidas disponibles y no utilizadas con amplio margen de maniobra + flujo de fondos libre)/(vencimientos de deuda)

Cuando el flujo de fondos libre y los vencimientos de la deuda superan el número de meses especificado en el cuadro siguiente.

Fitch también puede deducir los compromisos de financiación de capital e inversiones en el numerador, cuando creamos que son probables. Los activos de gran liquidez pueden considerarse para compensar un déficit temporal de liquidez.

Flexibilidad Financiera – Tabla 1

Puntuación	Liquidez de los activos	Liquidez de Disponibilidad Inmediata
a	Al menos cinco activos diferentes con excelente liquidez. Esto incluye, por ejemplo, activos para los que exista un mercado profundo y establecido, activos con grado de inversión y valores distribuidos ampliamente. Las participaciones cotizadas sin impedimentos significativos para la venta representan 80% o más de la valoración de capital.	Indicador de liquidez superior a 1,25x en los próximos 30 meses.
bbb	Al menos cinco activos diferentes con buena liquidez. Esto incluye, por ejemplo, activos para los que exista demanda en el mercado, aunque sea relativamente menos estable en comparación con la categoría de calificación 'a', activos con grado de inversión y valores distribuidos ampliamente. Las participaciones cotizadas sin impedimentos significativos para su venta que representen 50% o más de la valoración de capital.	Como en el caso anterior durante 24 meses.
bb	Al menos tres activos diferentes con buena liquidez y sin impedimento significativo para la venta. Esto incluye, por ejemplo, activos para los que exista demanda de mercado, pero que podrían ser susceptibles a problemas moderados de estabilidad, activos con o sin grado de inversión y una distribución de valores moderadamente amplia.	Como en el caso anterior durante 18 meses.
b	Liquidez incierta de los activos. Puede tratarse de activos sin grado de inversión, participaciones no cotizadas/concentradas potencialmente con un capital flotante limitado, activos cotizados con impedimentos importantes para su venta, activos muy susceptibles al sentimiento del mercado, activos con restricciones significativas de disponibilidad y activos débiles de mercados emergentes.	Como en el caso anterior durante 12 meses.
ccc	Niveles muy bajos de liquidez de los activos. La totalidad o casi la totalidad de la cartera de activos no cotiza en bolsa, sino con una flotación limitada o no puede monetizarse fácilmente por cualquier otro motivo.	Indicador de liquidez inferior a 1,25 veces en 12 meses.

Fuente: Fitch Ratings

Cobertura de Efectivo de la Sociedad de Inversión

Fitch utiliza la cobertura de efectivo para evaluar la capacidad de una sociedad de inversión para cubrir de forma sostenible las obligaciones de intereses, sus propios costes de explotación y los impuestos, a partir del efectivo recurrente recibido. Es un indicador de la capacidad de una sociedad de inversión para hacer frente a compromisos recurrentes sin recurrir a líneas de crédito, obtener nuevo capital o monetizar activos.

La cobertura en efectivo de sociedades de inversión se define como:

Efectivo recurrente recibido/([Intereses + impuestos + gastos] de la sociedad de inversión)

Estabilidad y Control de los Flujos de Fondos Recurrentes

Tanto la probabilidad de estabilidad futura de los dividendos (informada por la variabilidad histórica y la probabilidad de restricción de los dividendos de las inversiones en el futuro) como la capacidad de influir en las políticas de distribución de dividendos de las inversiones pueden llevar a una mayor certidumbre sobre la capacidad de cumplir los compromisos de intereses sin obtener nuevo capital o monetizar activos.

Disciplina Financiera

Fitch evalúa la disciplina financiera de una sociedad de inversión, de forma similar a todos los demás Navegadores sectoriales corporativos. La atención se centra en la claridad y el carácter conservador de la política financiera, así como en el cumplimiento de la política establecida.

Flexibilidad Financiera – Tabla 2

Puntuación	Cobertura de Efectivo de la Sociedad de Inversión (Veces)	Estabilidad y Control de los Flujos de Fondos Recurrentes	Disciplina Financiera
a	4.5	Estabilidad excepcional de los flujos de caja recibidos (descenso indicativo máximo en un año inferior a 25%), ausencia de restricciones en las distribuciones, capacidad de influir en la política de distribución.	Compromiso claro de mantener una política conservadora, con la cual solo se permitan desviaciones modestas.
bbb	3.5	Cierta volatilidad de los flujos de fondos recibidos (descenso máximo en un año inferior a 35%), sin capacidad particular de influir en las distribuciones.	Las políticas financieras son menos conservadoras que las de sus pares, pero en general se aplican con coherencia.
bb	2.5	Mayor volatilidad del flujo de caja recibido (descenso máximo en un año por debajo del 50%), podrían entrar en vigor restricciones menores a las distribuciones.	Existen políticas financieras, pero la flexibilidad en su aplicación podría llevar a superar temporalmente los lineamientos para una baja.
b	1.5	Flujos de fondos recibidos volátiles (descenso máximo en un año por debajo de 65%), restricciones importantes a las distribuciones.	Política financiera nula o caso omiso a la misma. Comportamiento oportunista.
ccc	<1.0	Volatilidad de los flujos de caja recibidos muy elevada (descenso máximo en un año superior al 65%), restricciones importantes a las distribuciones.	La gestión financiera ha perdido gran parte de su disciplina y está sujeta a cambios frecuentes y repentinos, propios de un entorno de crisis.

Fuente: Fitch Ratings

Acceso a Capital

Aunque el acceso a capital sea una forma de flexibilidad financiera, Fitch lo evalúa por separado porque un acceso débil al capital puede limitar significativamente la calificación de una sociedad de inversión. Las sociedades de inversión con acceso a muchos y profundos mercados de capital serán más capaces de obtener fondos para cumplir con sus obligaciones en caso de que otras fuentes de liquidez sean inadecuadas o poco atractivas. Inversiones libres de gravamen limitadas, tales como participaciones no comprometidas en inversiones, también pueden debilitar una evaluación, ya que esto indica una menor flexibilidad para obtener financiación adicional.

Acceso a Capital

Puntuación	
a	Acceso líder al mercado a través de los ciclos y a todas las opciones de capital, bonos o deuda bancaria no garantizada, deuda garantizada.
bbb	Acceso sólido a todas las opciones de capital, bonos o deuda bancaria no garantizada, deuda garantizada.
bb	Acceso limitado a algunos de los siguientes mercados: capital propio, bonos/deuda bancaria no garantizados y deuda garantizada y/o pequeño valor del capital propio de las inversiones sin garantía de acciones con cierta selección adversa.
b	Acceso limitado a períodos de condiciones de mercado boyantes a acciones, bonos no garantizados/deuda bancaria y deuda garantizada y/o valor limitado de los fondos propios de las inversiones sin garantía de acciones con selección adversa.

ccc	Acceso condicional al capital y/o valor rápidamente decreciente de los fondos propios de las empresas participadas sin garantía de acciones con selección adversa.

Fuente: Fitch Ratings

Riesgos de Transferencia y Convertibilidad

Fitch considera poco probable que los controles de TyC se impongan en múltiples jurisdicciones al mismo tiempo, reduciendo así la relevancia de las calificaciones de techo país para las sociedades de inversión con carteras de inversión diversificadas geográficamente. No obstante, las calificaciones de techo país de las inversiones pueden llegar a ser relevantes para el análisis de Fitch de la cartera con concentración geográfica, dado que la imposición de controles de TyC puede afectar la capacidad de una sociedad de inversión para:

- obtener el valor total de la monetización de las inversiones para un comprador dispuesto a pagar en una divisa no afectada, ya que es probable que el comprador descuente cualquier oferta en tales circunstancias; y
- cumplir con las obligaciones en ME a partir de los flujos de fondos originados por las inversiones, o de los ingresos percibidos en la ML de la inversión procedentes de la monetización de las acciones.

Por lo general, Fitch limitará la IDR en ML de una sociedad de inversión al techo país de cualquier jurisdicción que represente 75% o más del valor de capital de la cartera de la sociedad de inversión. Fitch reflejará una exposición significativa a cualquier jurisdicción, entre 50% y 74% de la valoración de patrimonio de su cartera, limitando el factor de características crediticias de la cartera al techo país. En ambos casos, este enfoque se adopta únicamente si la calidad crediticia en ME de las inversiones está limitada al nivel del techo país.

Tomando como base la metodología de Fitch "Corporates Exceeding the Country Ceiling Criteria", la calidad crediticia en ME de una inversión individual podría superar al techo país, o bien, el techo país podría no aplicar si existiesen operaciones multinacionales sustanciales que garanticen que la empresa dispone de fuentes de fondeo claras fuera del ámbito del soberano. En este último caso, la calidad crediticia en ME sería la misma que en ML.

Cuando la calidad crediticia en ME de una inversión no esté limitada por el techo país (es decir, es la misma que en ML), el valor de esa inversión se excluye del numerador del coeficiente anterior para evaluar si se cumple o no con el umbral de 75% o 50%.

Cuando la calidad crediticia de la ME de una inversión esté limitada por estar por encima del techo país, el límite aplicable al factor de la IDR en ML de la sociedad de inversión o a las características crediticias de la cartera será una media de los perfiles crediticios en ME de la inversión limitados al techo país en esa jurisdicción, ponderada por el valor de patrimonial aplicable.

Las disposiciones mostradas en los dos párrafos anteriores solo aplican cuando la calidad crediticia en ME de la inversión supera el techo país debido a operaciones o líneas de crédito comprometidas fuera de la jurisdicción del techo país. No se aplican si la calidad crediticia en ME de la inversión supera el techo país únicamente a razón del soporte implícito de la sociedad de inversión. [*Ver la tabla siguiente un ejemplo en el que una sociedad de inversión tiene dos inversiones, X e Y, en una jurisdicción con un techo país de "B–"*].

Ejemplos de Impacto en el Techo País

Porcentaje del Valor de la Cartera del Activo X (%)	Porcentaje del Valor de la Cartera del Activo Y (%)	Calidad Crediticia en ME del Activo X	Calidad Crediticia en ME del Activo Y	Impacto	Índice
40	20	Limitado a B–.	Limitado a B–.	Factor de características crediticias de la cartera limitado a B–.	El valor total de los activos en ME restringidos es superior a 50%, pero inferior a 75%.
20	55	Limitado a B–.	Limitado a B–.	IDR en ML de la sociedad de inversión limitada en B–.	El valor total de los activos en ME restringidos es igual o superior a 75%.
55	20	Sin restricciones en B+. (ME = ML)	Limitado a B–.	Sin impacto.	La calidad crediticia del ME del activo X no se ve limitada por el techo país, por lo que menos de 50% (20%) del valor de la cartera se ve afectado por el techo país.
40	40	Limitado a B–.	Limitado a B+. (techo país +2 *notches*).	IDR en ML de la sociedad de inversión limitada en B.	El valor total de los activos en ME restringidos es de 75% o superior. Límite en la media ponderada por valor de las calidades crediticias restringidas.
30	30	Limitado a B–.	Limitado a B+. (techo país +2 *notches*)	Factor de características crediticias de la cartera limitado en B.	El valor total de los activos en ME restringidos es superior a 50% pero inferior a 75%. Límite en la media ponderada por valor de las calidades crediticias restringidas.
25	55	Sin restricciones en B+. (ME = ML)	Limitado a B+ (techo país +2 *notches*).	Factor de características crediticias de la cartera limitado en B+.	El valor total de los activos en ME restringidos es superior a 50%, pero inferior a 75%. Límite en la media ponderada por valor de las calidades crediticias restringidas.
25	55	Sin restricciones en B–. (ME = ML)	Limitado a BB– (techo país +3 *notches*).	Factor de características crediticias de la cartera limitado en BB–	El valor total de los activos en ME restringidos es superior a 50% pero inferior a 75%. Límite en la media ponderada por valor de las calidades crediticias restringidas.
30	60	Limitado a B–.	Limitado a BB– (techo país +2 *notches*).	IDR en ML de la sociedad de inversión limitada en B+.	El valor total de los activos en ME restringidos es de 75% o superior. Límite en la media ponderada por valor de las calidades crediticias restringidas.

Fuente: Fitch Ratings

Fitch podría no limitar la IDR en ML de una sociedad de inversión, o el factor de características crediticias de la cartera, si existiesen consideraciones mitigantes como:

- una liquidez muy sólida en la sociedad de inversión, excluyendo la monetización de activos o los flujos de fondos procedentes de inversiones en la jurisdicción del límite potencial; o bien
- una vía clara y creíble a corto plazo para reducir materialmente la exposición a la jurisdicción del posible límite. Esto podría implicar que la sociedad de inversión trabajara activamente en la diversificación geográfica o la expectativa de Fitch de que la concentración de valor se deba a la volatilidad del mercado a corto plazo.

En cualquier caso, las calificaciones en ME de una sociedad de inversión estarán generalmente limitadas por el techo país de la jurisdicción en la que opera la propia sociedad de inversión.

Calificación de Instrumentos y Calificación de Recuperación

En general, Fitch calificará la deuda sénior de las sociedades de inversión, incluida la deuda garantizada por capital de inversiones, al mismo nivel que la IDR en todo el espectro de calificaciones. Fitch asignará RR de 'RR4', que reflejan las expectativas medias de recuperación, a las sociedades de inversión con IDR de 'BB+' o inferior.

Las calificaciones a nivel de instrumentos se limitan en la IDR para reflejar la menor certidumbre de las perspectivas de recuperación, dada la volatilidad del valor de capital de las inversiones, lo cual

puede deteriorarse rápidamente cuando una inversión se aproxima a una situación de crisis financiera, así como la ausencia de control sobre las inversiones.

De manera similar, Fitch considera que los prospectos de recuperación inferiores a 31% son difíciles de predecir, dados los umbrales conservadores de LTV para las sociedades de inversión y la volatilidad de las valoraciones de los fondos propios de las inversiones cuando se aproximan las dificultades financieras.

La deuda de la sociedad de inversión subordinada se calificará un escalón por debajo de la IDR; es decir, en 'RR5'. La deuda híbrida de la sociedad de inversión se calificará bajo la metodología "Corporate Hybrids Treatment and Notching Criteria".

Se requeriría una variación de metodología para que un comité de calificación calificara un instrumento sénior de la sociedad de inversión por encima o por debajo de la IDR. La justificación de la calificación y los detalles de los supuestos en los que se basa esta evaluación se divulgarían en el comentario de acción de calificación correspondiente.

Sensibilidad de Supuestos de la Calificación

Las opiniones de Fitch son prospectivas e incluyen las opiniones de los analistas sobre los resultados a futuro. Las calificaciones de las sociedades de inversión están sujetas a ajustes positivos o negativos en función de factores de riesgo clave financieros o empresariales reales o previstos. A continuación, se presenta una lista no exhaustiva de las principales sensibilidades que pueden influir en las calificaciones y/o perspectivas.

Riesgo país: Deterioro del EO de una sociedad de inversión producto del debilitamiento del entorno económico general, la salud del mercado financiero y gobernanza sistémica en los países en los que opera el emisor, así como la posible imposición de controles de divisas.

Riesgo de cartera y de negocio: Deterioro de uno o más de los siguientes factores de riesgo clave: administración y gobierno corporativo, transparencia y ejecución de la estrategia de inversión, apetito de riesgo y trayectoria de inversión, diversificación de la cartera, características crediticias de la cartera.

Riesgo financiero: Cambios en el perfil financiero de un emisor, debido al impacto de la evolución operativa, la política financiera de administración del emisor o la disponibilidad de fondeo, debido a la desorganización del mercado, lo que puede provocar presiones de liquidez.

Liquidez de los activos: La capacidad de vender activos puede ser volátil y es susceptible a cambios en las condiciones del mercado que van más allá del control de la sociedad de inversión.

Variaciones de la Metodología

Las metodologías de Fitch están diseñadas para usarse en conjunto con un juicio analítico con experiencia a través de un proceso de comité. La combinación de criterios transparentes, un juicio analítico aplicado de transacción en transacción o de emisor en emisor, y la divulgación a través de comentarios de calificación refuerza el proceso de calificación de Fitch, al tiempo que ayuda a los participantes en el mercado a comprender el análisis detrás de las calificaciones.

Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de estas metodologías para reflejar los riesgos de una operación o entidad específica. Tales ajustes se denominan variaciones. Todas las variaciones se divulgarán en los comentarios de acción de calificación correspondientes, incluido su impacto en la calificación cuando proceda.

Un comité de calificación puede aprobar una variación cuando el riesgo, alguna característica u otro factor relevante para la asignación de una calificación y la metodología aplicada estén incluidos en el alcance de la metodología, y el análisis descrito en la misma requiera una modificación para abordar factores específicos de la operación o entidad en cuestión.

Divulgaciones de la Metodología

Los siguientes elementos se incluyen en los comentarios de acción de calificación y en los reportes de calificación de Fitch:

- Una sección de "Derivación de la Calificación", la cual explica el posicionamiento de la calificación del emisor frente a sus pares y/o umbrales del Navegador, y describe consideraciones adicionales que afectan a la calificación y no están incluidas en el Navegador. Estas incluyen, en particular, consideraciones relativas a metodologías intersectoriales, como el techo país o el impacto del vínculo entre matriz y subsidiaria. En esta sección se explicarán las calificaciones que queden fuera del rango de tres *notches* en torno a cualquier combinación razonable de los puntos medios de los factores clave del Navegador.
- Una descripción de los factores más relevantes para la acción de calificación individual.
- Cuando Fitch no haya evaluado 85% del valor de capital de las inversiones en relación con el subfactor de fortaleza crediticia promedio ponderada de la cartera por valor de capital, se divulgará la proporción del valor de la cartera evaluada, las razones por las que no se ha alcanzado el umbral de 85% y una explicación de por qué el hecho de no alcanzar el umbral no repercute en las calificaciones de la sociedad de inversión.
- En caso de que la razón de LTV calculada por Fitch difiera sustancialmente de la publicada por un emisor, Fitch publicar las razones principales de las diferencias en su reporte de calificación.

Fuentes de Información

Los principales supuestos en los que se basan estos criterios se elaboran mediante el análisis de datos financieros y no financieros históricos sobre las empresas y su vulnerabilidad al riesgo de crédito. Esto incluye el análisis de los factores clave de calificación y su evolución histórica y prevista a lo largo de períodos prolongados, conclusiones analíticas de informes financieros, así como información del sector público y privado e información analítica recibida de emisores y otros participantes en el mercado. Los supuestos derivan de un juicio analítico con experiencia que utiliza dicha información. Esta información también se utiliza para asignar calificaciones a las sociedades de inversión que se cubren en esta metodología.

Limitaciones de la Metodología

Se aplican las mismas limitaciones que la "Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas". Además, cuando la sociedad de inversión tiene activos de cartera no corporativos, las limitaciones de la metodología maestra relevante aplican en la evaluación de la calidad crediticia de esos activos.

Las calificaciones, incluidas las Observaciones de Calificación y Perspectivas asignadas por Fitch, están sujetas a las limitaciones especificadas en el reporte de "Definiciones de Calificación" publicado en el sitio de Fitch.

Apéndice

En el apéndice, se muestra una tabla con los factores clave de calificación específicos del sector y los subfactores para las sociedades de inversión.

Apéndice: Factores Clave de la Calificación de las Sociedades de Inversión

	Transparencia y Ejecución de la Estrategia de Inversión	Apetito de Riesgo e Historial de Inversión	Diversificación de la Cartera	Características Crediticias de la Cartera
Puntuación	**Transparencia y Ejecución de la Estrategia de Inversión**	**Apetito de Riesgo**	**Diversificación Geográfica y del Negocio**	**Fortaleza Crediticia Promedio Ponderada de la Cartera por el Valor de Capital**
aa	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
a	Estrategia de inversión a largo plazo bien articulada, con muy pocos ejemplos significativos de desviación.	Apetito de riesgo de inversión muy conservador (riesgo de negocio y financiero de las inversiones).	Los activos de la cartera están bien diversificados, ya sea geográficamente por mercado o sector. Si predomina un único sector, la diversificación geográfica es muy fuerte y viceversa. La exposición geográfica puede ser a una sola gran economía, si la diversificación regional es fuerte dentro de ese mercado.	a
bbb	La estrategia de inversión de largo plazo es coherente pero menos articulada, aplicación generalmente consistente. Se incluyen las sociedades de inversión en las que la estrategia no está explícitamente articulada pero es muy evidente por el historial a largo plazo de inversiones y desinversiones.	Apetito de riesgo de inversión conservador (riesgo de negocio y financiero de las inversiones).	Los activos de la cartera están moderadamente diversificados, ya sea geográficamente por mercado o sector. La cartera podría tener una tendencia fuerte hacia un único mercado geográfico (o región, en una economía grande) o sector, pero no hacia ambos.	bbb
bb	Es probable que la estrategia de inversión no esté claramente articulada o cambie con frecuencia; existen algunas desviaciones de la estrategia. Se incluye las sociedades de inversión en las que la estrategia no está explícitamente articulada, pero es algo evidente por el historial a largo plazo de inversiones y desinversiones.	Mayor apetito de riesgo de inversión (riesgo de negocio y financiero de las inversiones).	La diversificación de los activos de la cartera es limitada. Existe una tendencia fuerte de la cartera en cuanto al mercado geográfico y sector .	bb
b	Comportamiento en gran medida oportunista, desviaciones significativas de la estrategia de inversión declarada o estrategia de inversión no articulada ni evidente en el historial.	Apetito de riesgo de inversión agresivo (riesgo de negocio y financiero de las inversiones).	La diversificación de los activos de la cartera es escasa. Hay poca diversificación por mercado geográfico o sector.	b
ccc	La estrategia de inversión es nula o caso omiso a la misma, y las acciones amenazan la viabilidad de las sociedades de inversión.	Apetito de cartera de inversión con riesgo muy elevado (riesgo de negocio y financiero de las inversiones), que amenaza la viabilidad de sociedades de inversión.	La cartera está altamente concentrada en regiones en las que los flujos de fondos se afectan significativamente por condiciones recesivas o disruptivas, o en sectores en declive secular.	ccc
		Historial de Inversión	**Concentración del Valor de los Activos**	**Transparencia Financiera de la Inversión**
aa		n.a.	n.a.	n.a.
a		Un historial consistente de rendimientos que superan los	Bajo – El valor de capital de las tres inversiones más grandes	Las inversiones proporcionan reportes financieros puntuales y de alta calidad.

	objetivos y con los indicadores de evolución del mercado relevantes.	representa hasta 50%, o el mayor activo, hasta 25% del valor de capital de la cartera.	
bbb	Historial satisfactorio de rendimientos que generalmente cumplen con los objetivos y los indicadores de evolución del mercado relevantes.	Moderado – El valor de capital de las tres mayores inversiones representa entre 51% y 60%, o el mayor activo, entre 26% y 40% del valor de capital de la cartera.	Las inversiones proporcionan informes de buena calidad sin fallos significativos; acorde con la media de las empresas cotizadas en las bolsas principales.
bb	Rendimientos menos satisfactorios o inconsistentes en comparación con los objetivos y los indicadores de evolución del mercado relevantes.	Alto – El valor de capital de las tres mayores inversiones representa entre 61% y 80%, o el mayor activo, entre 41% y 60% del valor de capital de la cartera.	El reporteo de la información financiera es adecuado, pero tiene algunas deficiencias (por ejemplo, falta de análisis intermedio o por segmentos).
b	El historial de resultados es deficiente en comparación con los objetivos y los indicadores de evolución del mercado relevantes.	Muy alto – El valor de capital de las tres mayores inversiones representa más de 80%, o el mayor activo, más de 60% del valor de capital de la cartera.	El reporteo de la información financiera de las inversiones es defectuoso y/o incluye políticas contables agresivas.
ccc	El historial de rendimientos es muy deficiente en comparación con los objetivos y los indicadores de evolución del mercado relevantes, y amenaza la viabilidad de las sociedades de inversión.	Amenaza de concentración – Concentración muy elevada en activos que en declive secular, en dificultades o próximos a ellas.	Falta constante de reporteo financiero por parte de las inversiones por motivos que no son causas de fuerza mayor, cambio de auditor o reestructuración corporativa.

n.a. – No aplica.

Fuente: Fitch Ratings

Factores Clave de Calificación – Perfil Financiero de las Sociedades de Inversión

	Acceso al Capital	Estructura Financiera	Flexibilidad Financiera
Puntuación	**Acceso al Capital**	**LTV Bruto**	**Disciplina Financiera**
aa	n.a.	n.a.	n.a.
a	Acceso líder al mercado a través de los ciclos a todo el capital, bonos o deuda bancaria sin garantía, deuda con garantía.	<20%	Compromiso claro de mantener una política conservadora que solo permita desviaciones modestas.
bbb	Acceso sólido a todo el capital, bonos o deuda bancaria sin garantía, deuda con garantía.	35%	Las políticas financieras son menos conservadoras que las de sus pares, pero en general, se aplican con coherencia.
bb	Acceso limitado a algunos de los siguientes mercados: renta variable, bonos o deuda bancaria sin garantía, deuda con garantía, y/o poco valor de capital de las inversiones sin pignoración de acciones con cierta selección adversa.	45%	Existen políticas financieras, pero la flexibilidad en la aplicación de las mismas podría llevar a superar temporalmente los lineamientos para una baja.
b	Acceso limitado a períodos de condiciones de mercado prometedor para capital bonos o deuda bancaria sin garantía, deuda con garantía, y/o valor limitado de capital de las inversiones sin pignoración de acciones con selección adversa.	55%	Falta de política financiera o caso omiso a la misma. Comportamiento oportunista.
ccc	Acceso condicional al capital y/o valor rápidamente decreciente de los fondos propios de las empresas participadas sin pignoración de acciones con selección adversa.	>60%	La administración financiera ha perdido gran parte de su disciplina y está sujeta a cambios frecuentes y repentinos, propios de un entorno en crisis.
		LTV Neto	**Cobertura de Efectivo de la Sociedad de Inversión**
aa		n.a.	n.a.
a		<15%	4.5x
bbb		30%	3.5x
bb		40%	2.5x
b		50%	1.5x
ccc		>55%	<1.0x
		LTV Bruto Estresado	**Estabilidad y Control de los Flujos de Fondos Recurrentes**
aa		n.a.	n.a.
a		<25%	Registro de la estabilidad del flujo de fondos recibido (descenso indicativo máximo en un año inferior a 25%); ausencia de restricciones en las distribuciones, capacidad de influir en la política de distribución.
bbb		45%	Cierta volatilidad del flujo de fondos recibido (descenso máximo en un año inferior a 35%); sin capacidad particular para influir en las distribuciones.
bb		60%	Mayor volatilidad del flujo de fondos recibido (descenso máximo en un año por debajo de 50%); podrían entrar en vigor restricciones menores a las distribuciones.
b		70%	Flujo de fondos recibido volátil (descenso máximo en un año por debajo de 65%); restricciones importantes para las distribuciones.
ccc		>80%	Volatilidad muy elevada del flujo de fondos recibido (descenso máximo en un año superior a 65%); restricciones importantes para las distribuciones.

	Deuda Bruta de la Sociedad de Inversión/Efectivo Recibido	Liquidez de los Activos
aa	n.a.	n.a.
a	2.5x	Al menos cinco activos diferentes con excelente liquidez. Esto incluye, por ejemplo, activos en los que exista un mercado profundo y establecido, activos con grado de inversión y valores ampliamente distribuidos. Las participaciones cotizadas sin impedimentos significativos para la venta representan 80% o más de la valoración del patrimonio.
bbb	3.5x	Al menos cinco activos diferentes con buena liquidez. Esto incluye, por ejemplo, activos en los que existe demanda de mercado, aunque sea relativamente menos estable en comparación con la categoría de calificación 'a', activos con grado de inversión y valores de amplia difusión. Participaciones cotizadas sin impedimentos significativos para su venta que representen 50% o más del valor de capital.
bb	4.5x	Al menos tres activos diferentes con buena liquidez y sin impedimentos significativos para la venta. Esto incluye, por ejemplo, activos en los que existe demanda de mercado, pero que podrían ser susceptibles de algunos problemas modestos de estabilidad, activos con o sin grado de inversión y una distribución de valores moderadamente amplia.
b	6.0x	Liquidez cuestionable de los activos. Puede tratarse de activos sin grado de inversión, participaciones no cotizadas/concentradas potencialmente con un capital flotante limitado, activos cotizados con importantes impedimentos para su venta, activos muy susceptibles al sentimiento del mercado y activos con importantes restricciones para su enajenación, activos débiles de mercados emergentes.
ccc	>7.0x	Niveles muy bajos de liquidez de los activos. La totalidad o casi la totalidad de la cartera de activos no cotiza en bolsa, cotiza con una flotación limitada o no puede monetizarse fácilmente por cualquier otro motivo.
Puntuación	**Descalce Cambiario**	**Liquidez Fácilmente Disponible**
aa	n.a.	n.a.
a	No hay descalces cambiarios significativos entre la deuda de la sociedad de inversión y la denominación en divisas del valor del activo, ni entre los pagos de intereses de la sociedad de inversión y el flujo de fondos recibido, una vez que se ha tomado en cuenta la cobertura.	Razón de liquidez superior a 1.25x en los próximos 30 meses.
bbb	Descalces cambiario limitado entre la deuda de la sociedad de inversión y la denominación en divisas del valor del activo, o entre los pagos de intereses de la sociedad de inversión y el flujo de fondos recibido, una vez que se ha tomado en cuenta la cobertura.	Razón de liquidez superior a 1.25x en los próximos 24 meses.
bb	Descalce cambiario moderado entre la deuda de la sociedad de inversión y la denominación en divisas del valor del activo, o entre los pagos de intereses de la sociedad de inversión y el flujo de fondos recibido, una vez que se ha tomado en cuenta la cobertura.	Razón de liquidez superior a 1.25x en los próximos 18 meses.

b	Gran descalce cambiario entre la deuda de la sociedad de inversión y la denominación en divisas del valor de los activos, o entre los pagos de intereses de la sociedad de inversión y el flujo de fondos recibido. Sin cobertura significativa o la misma es ineficaz.	Razón de liquidez superior a 1.25x en los próximos 12 meses.
ccc	La exposición al tipo de cambio predomina en el deterioro de la capacidad del emisor para refinanciar o atender el servicio de la deuda en términos de efectivo.	Razón de liquidez inferior a 1.25x en 12 meses.

n.a. – No aplica.
Fuente: Fitch Ratings

Para efectos de estandarización en el ámbito regional de Latinoamérica, los decimales se indican con punto y los millares con coma. Además, se usa la palabra "calificación" como equivalente de "clasificación", término cuyo uso depende de cada país.

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

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

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

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

Derechos de autor © 2023 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.