Metodología de Calificación de Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero

Metodología de Sector Específico

Este documento es una traducción del inglés del reporte titulado "Financial Market Infrastructure Company Rating Criteria", publicado el pasado 20 de marzo de 2015.

Alcance

Este reporte de metodología global de sector específico es aplicable a las compañías de infraestructura del mercado financiero (FMIs, por sus siglas en inglés) que Fitch Ratings define como aquellas que incluyen bolsas, cámaras de compensación, y compañías para el depósito central de valores (CSDs, por sus siglas en inglés). Las bolsas proporcionan principalmente un espacio para la ejecución de transacciones, las cámaras de compensación principalmente compensan y liquidan transacciones a nombre de sus miembros y las CSDs principalmente brindan custodia de valores a nombre de sus clientes y facilitan la transferencia de propiedad entre los mismos.

Este reporte de metodología deberá leerse junto con el reporte de Fitch titulado "*Metodología Global de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias*" y, en el caso de las FMI que cuenten con licencia bancaria, el titulado "*Metodología Global de Calificación de Bancos*", ambos de fecha mayo 29, 2015.

Factores Clave de las Calificaciones

Entorno Operativo: El entorno operativo de las FMI es considerado en el contexto del tamaño, concentración y profundidad del mercado financiero y del desarrollo de la infraestructura financiera para apoyar las operaciones. Además, se hace énfasis en la concentración de la industria, la dinámica regulatoria y las barreras de entrada.

Perfil de la Compañía: Fitch evalúa las FMI tomando en cuenta su modelo de negocio, posición en el mercado, diversificación de productos y servicios, la capacidad para ofrecer nuevos productos y servicios, y la medida en que el modelo de negocio presenta riesgo contraparte. La transparencia del modelo de negocio es importante y la complejidad puede ser una limitación en la calificación.

Administración y Estrategia: El conocimiento y experiencia de la administración y de la Junta Directiva son evaluados en relación con las principales actividades de negocio de la FMI. La coherencia de la estrategia de la compañía, así como su capacidad para alcanzar dichos objetivos al mismo tiempo que sopesa los riesgos y beneficios, también es considerada.

Apetito de Riesgo: La supervisión apropiada y los controles para abordar los riesgos operacionales y de reputación son consideraciones analíticas críticas para las FMI, así como la continua inversión en tecnología. Con respecto a las cámaras de compensación y liquidación la medida en que el marco de administración de riesgos es capaz de proteger a los miembros liquidadores (*clearing members*), a los acreedores y por lo tanto a la propia cámara, es un factor de calificación clave.

Perfil Financiero: El análisis del perfil financiero reflejará el grado en que la FMI esta expuesta al riesgo contraparte y de balance. En el caso de las bolsas que sirven como espacio para llevar a cabo negociaciones sin asumir riesgo contraparte, y de las CSDs que no cuentan con licencia bancaria, el análisis se centra en métricas de flujo de efectivo tales como el margen EBITDA, deuda/EBITDA y EBITDA/interés. En el caso de las cámaras de

Metodologías Relacionadas

Metodología global de Instituciones Financieras no Bancarias (Mayo 29, 2015)

Metodología Global de Bancos (Mayo 29, 2015)

Evaluación de Gobierno Corporativo (Marzo, 2013)

Analistas

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

Mohak Rao
+1 212 908 0559
mohak.rao@fitchratings.com

compensación (y cualquier entidad que ofrezca servicios de liquidación) se da especial atención a la capitalización del balance y a la suficiencia de los fondos de garantía con respecto a la exposición de los miembros liquidadores. En el caso de las CSDs con licencia bancaria, se da especial atención a las métricas del balance en línea con la metodología de calificación de Fitch para bancos, ya que el balance es utilizado para mejorar la eficiencia de la compensación. El nivel de fondeo contingente y acceso a la liquidez son factores de calificación importantes para las cámaras de compensación y las CSDs con licencia bancaria.

Marco de Calificación

Fitch asigna a las FMIs calificaciones de riesgo emisor (IDRs, por sus siglas en ingles) de corto y largo plazo, teniendo en cuenta consideraciones tanto cualitativas como cuantitativas. En la mayoría de los casos, las IDR de las FMI son el reflejo de sus perfiles de riesgo intrínseco y son determinadas de acuerdo a la metodología y lineamientos descritos en este informe de metodología de sector específico.

En algunos casos, Fitch también puede considerar en su análisis el soporte soberano o institucional. Por ejemplo, Fitch puede asignar Calificaciones de Viabilidad (VR, por sus siglas en inglés), Calificaciones de Soporte (SR, por sus siglas en inglés) y/o Pisos de Calificación de Soporte (SRF, por sus siglas en inglés) a una FMI con licencia bancaria para la cual podría esperarse soporte soberano. Si a una FMI se le asigna una VR, esta última sería asignada conforme a las metodologías y normas aplicables a la determinación del perfil crediticio fundamental intrínseco de ese tipo de entidad, como se describe en este informe de metodología de sector específico. El marco para determinar el potencial para soporte, las SR y los SRF seguiría los lineamientos del enfoque descrito en el reporte de Fitch titulado "Metodología Global de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias" o "*Metodología de Calificación Global de Bancos*," según corresponda, de fecha mayo 29, 2015.

Subsectores de las FMI, Características Típicas y Consideraciones Analíticas

	Bolsas	**Cámaras de Compensación**	**CSDs sin Licencia Bancarias**	**CSDs con Licencia Bancaria**
Actividades Principales	Opera el mercado para comprar/vender instrumentos financieros cotizados, difunde información de transacciones, proporciona datos de mercado.	Liquida y compensa operaciones ejecutadas en una bolsa, lleva a cabo comparación de transacciones, actúa como agente, principal o garante en las operaciones compensadas.	Liquida operaciones, proporciona custodia de valores, actúa como agente de pago y transferencia, proporciona servicios de registro de historial.	Además de actividades similares a las de una CSD sin licencia bancaria, también toma depósitos y proporciona líneas de sobregiro a clientes.
Principales Riesgos	Operacional	Contraparte	Operacional	Operacional, Contraparte
Grado de Riesgo de Balance	Limitado	Limitado, salvo los fondos de garantía consolidados	Limitado	Presente, pero a menudo bajo
Grado de Riesgo Contraparte	Limitado	Material	Limitado	Modesto
Principales Métricas de Capitalización y Apalancamiento	Deuda/EBITDA	Deuda/EBITDA, complementado con la suficiencia del fondo de garantía	Deuda/EBITDA	Índice de Capital Fundamental según Fitch (FCC, *Fitch Core Capital)* a Riesgos Ponderados; Indicadores Regulatorios
Principales Métricas de Ganancias y Rentabilidad	Margen EBITDA, Capex/Ingreso	Margen EBITD, Capex/Ingreso	Margen EBITDA, Capex/Ingreso	Costos Operacionales en relación a comisiones
Principal Metodología Maestra de Calificación	*Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias*	*Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias*	*Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias*	*Metodología Global de Calificación de Bancos*

En la mayoría de los casos, las IDR abordan la probabilidad de incumplimiento con respecto a las obligaciones senior de terceros privados y califican a la categoría (material) con el más alto riesgo. Para obtener más información, vea la sección 'Que califican las IDR: definición de la obligación de referencias' de la metodología maestra pertinente.

Importancia Sistémica y Regulación en Evolución de las Compañías de Infraestructura de los Mercados Financieros.

Fitch reconoce que ciertas FMIs pueden exhibir una importancia sistémica significativa, dado su tamaño, posición en el mercado y la regulación que refuerza estas dinámicas. Mientras sea posible, Fitch típicamente no refleja de forma explícita la importancia sistémica en su análisis de calificación de FMIs dada la percepción de la calificadora de la baja probabilidad de que el soporte soberano se extienda más allá del soporte ordinario de liquidez en la mayoría de las jurisdicciones, y la falta de un marco claramente diseñado a través del cual el crédito extraordinario o el soporte de liquidez puedan ser extendidos directamente.

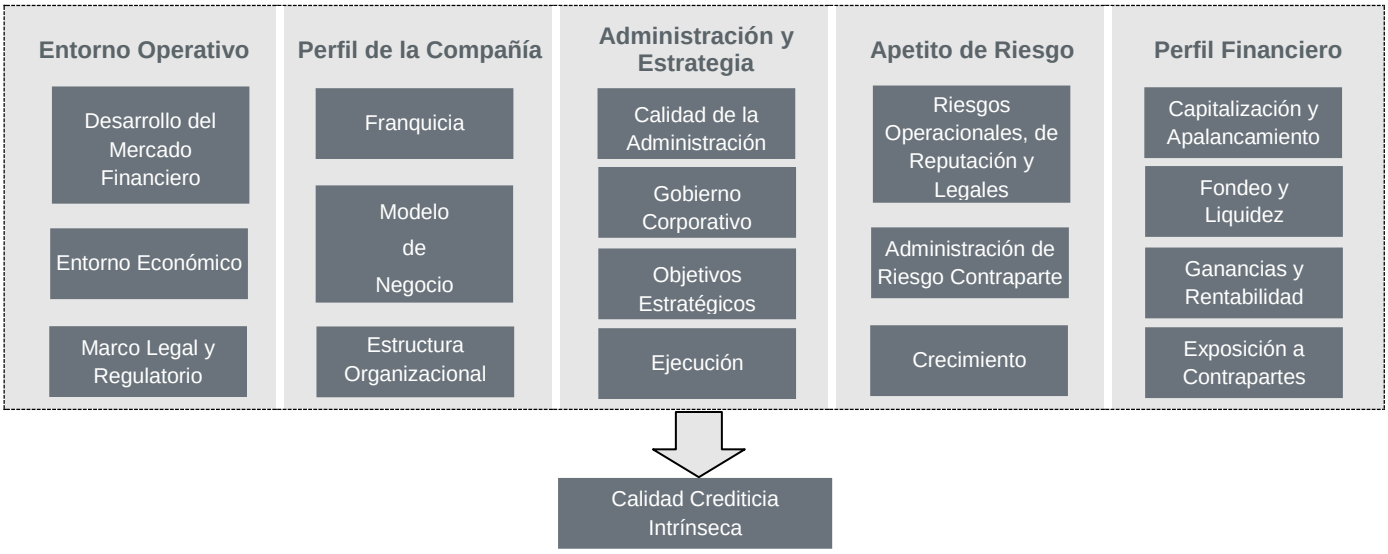
Dicho esto, un número de FMIs han sido designadas por los reguladores como sistémicamente importantes, por ejemplo, las *Financial Market Utilities (FMUs por sus siglas en inglés)* en los Estados Unidos. Como resultado, la supervisión reglamentaria de las FMI está evolucionando, con un mayor enfoque en la suficiencia de los marcos de administración de riesgo y los procedimientos de resolución y recuperación. Complicando aún más el estado final de la regulación para las FMI se encuentran diversos enfoques regulatorios por jurisdicción, y la posibilidad de desafíos transnacionales. Como resultado de estas incertidumbres y elementos en constante evolución, el análisis que hace Fitch sobre las bolsas, las cámaras de compensación o las CSDs podría cambiar con el tiempo para incorporar de manera más explícita y más ampliamente el potencial de soporte soberano extraordinario y los marcos de resolución. El Anexo 2 (Limitaciones) presenta el entorno regulatorio de rápida evolución en el que se encuentran las FMI.

Factores Clave de Calificación

Los cinco factores de clave de calificación que Fitch considera en su análisis de calificación de las FMI son:

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

Factores Clave de Calificación



Entorno Operativo

La evaluación de Fitch sobre el Entorno Operativo toma en cuenta los siguientes sub-factores:

- Desarrollo del Mercado Financiero.
- Entorno Económico.
- Marco Legal y Regulatorio.

Entorno Operacional

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC e inferior
Desarrollo del Mercado Financiero	El subsector de la industria es altamente desarrollado y concentrado con muy altas barreras de entrada. Opera principalmente en mercados financieros altamente avanzados.	El subsector de la industria es muy desarrollado y concentrado con altas barreras de entrada. Opera principalmente en mercados financieros muy avanzados.	El subsector de la industria es desarrollado y concentrado con importantes barreras de entrada. Opera principalmente en mercados financieros avanzados.	El subsector de la industria es menos desarrollado y difuso. Hay sólo moderadas barreras de entrada. Los mercados financieros son desarrollados pero no profundos.	El subsector de la industria es difuso, con sólo limitadas barreras significativas de entrada. Los mercados financieros no están completamente desarrollados.	El subsector de la industria es muy difuso, sin barreras de entrada. Los mercados financieros son menos desarrollados.	El subsector de la industria es altamente difuso, sin barreras de entrada. Los mercados financieros pueden ser subdesarrollados.
Entorno Económico	Opera principalmente en una economía o economías altamente estables y más avanzadas con un alto grado de transparencia. Las principales economías tienen muy alto grado de resistencia a choques económicos.	Opera principalmente en una economía o economías muy estables y más avanzadas con un alto grado de transparencia. Las principales economías tienen alto grado de resistencia a choques económicos.	Opera principalmente en una economía o economías estables y más avanzadas con un buen grado de transparencia. Las principales economías tienen un buen grado de resistencia a choques económicos.	Opera principalmente en una economía o economías moderadamente estables con un razonable grado de transparencia. Las principales economías pueden ser menos avanzadas pero tienen un grado suficiente de resistencia a choques económicos.	Opera principalmente en una economía o economías menos estables y menos avanzadas. La transparencia puede ser limitada. Las principales economías pueden ser menos avanzadas y/o susceptibles a cambios adversos en choques económicos domésticos o internacionales.	Opera en una economía volátil y menos avanzada. La transparencia es limitada. La principal economía o economías son muy susceptibles a cambios en choques económicos domésticos o internacionales.	El entorno económico es inestable. Hay mínima transparencia.
Marco Legal y Regulatorio	El entorno regulatorio es altamente desarrollado. La legislación y regulación son aplicadas de manera muy efectiva.	El entorno regulatorio es muy desarrollado. La legislación y regulación son aplicadas de manera efectiva.	El entorno regulatorio es desarrollado. La legislación y regulación son aplicadas.	El entorno regulatorio es menos desarrollado, con un nivel aceptable de transparencia. La aplicación de la legislación y regulación puede ser menos efectiva o transparente.	El entorno regulatorio está en desarrollo. La presentación de informes financieros y el cumplimiento regulatorio es relativamente menos transparente.	El entorno regulatorio es sub-desarrollado o está en desarrollo, con mínima transparencia. Dificultades con la aplicación de la legislación y la regulación.	El entorno regulatorio es sub-desarrollado, con transparencia limitada o sin transparencia.

Importancia de la Evaluación

El primer paso en la evaluación de Fitch sobre la calidad crediticia intrínseca es llevar a cabo una revisión del entorno operacional de la institución dado que esto establece el posible rango de calificaciones IDR. El entorno operacional suele servir como un factor de restricción para la calificación crediticia intrínseca dado que un entorno económico débil, mercados financieros subdesarrollados o un marco regulatorio no definido pueden impactar materialmente el desempeño de una FMI.

Desarrollo del Mercado Financiero: El desarrollo del mercado financiero se considera en el contexto del tamaño, concentración y profundidad del mercado aplicables al negocio de la FMI y del desarrollo de infraestructura para apoyar las operaciones respectivas. Fitch también toma en cuenta las barreras de entrada, que aunque actualmente son altas, han sido reducidas, principalmente con respecto a las bolsas, debido a la globalización del comercio y a la mayor eficiencia de la tecnología.

Entorno Económico: Es probable que la calidad crediticia del soberano tenga menor influencia en las calificaciones de la FMI en relación con los bancos, dado que muchas FMI no

suelen tener una exposición crediticia significativa a los soberanos por tener bonos o colocaciones con los bancos centrales. En muchos sentidos, las FMI pueden actuar como *utilities*, las cuales tienen poca probabilidad de ser materialmente afectadas por el estrés soberano. De hecho, el desempeño de ciertos subsectores de las FMI, tales como el caso de las bolsas, puede ser contra-cíclico al perfil crediticio del soberano ya que puede haber una mayor actividad comercial durante los períodos de estrés. Como resultado, una FMI podría tener una calificación por encima de la calificación del soberano, siendo la principal excepción cuando la FMI tiene una mayoría en su balance o fondo de garantía en títulos soberanos, en cuyo caso, la calificación soberana puede asumir una mayor influencia. Para obtener más información sobre la calificación por encima de la calificación soberana, vea el reporte de Fitch titulado "*Metodología Global de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias*" o el titulado "*Metodología Global de Calificación de Bancos*".

Marco Legal y Regulatorio: Los requerimientos regulatorios para las FMI continúan evolucionando y varían dependiendo de la forma legal y la jurisdicción. Las regulaciones por lo general son más positivas para las calificaciones en la medida que mejoran la transparencia y promueven una mayor administración del riesgo. Por el contrario, las normas diseñadas para aumentar la competencia podrían contribuir a un entorno operativo más desafiante. Otro importante factor determinante de calificación es la medida en que los reguladores establezcan mínimos requerimientos financieros y reglas de conducta de negocio. En la medida que una cámara de compensación o una CSD no tengan la capacidad para mantener un derecho de acceso prioritario sobre la garantía de la contraparte en caso de incumplimiento de la contraparte, podría considerarse una limitación en la calificación.

Perfil de la Compañía

La evaluación de Fitch sobre el Perfil de la Compañía toma en cuenta los siguientes sub-factores:

- Franquicia
- Modelo de Negocio
- Estructura Organizacional

Importancia de la Evaluación

La evaluación del perfil de la compañía que Fitch lleva a cabo toma en cuenta la franquicia de la FMI, su modelo de negocio y su estructura organizacional. Estos sub-factores en conjunto ayudan a identificar los tipos de riesgos de negocio que estas entidades podrían enfrentar y las fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas competitivas a largo plazo.

Franquicia: La posición de Mercado de una FMI para intercambiar, liquidar, compensar y/o custodiar instrumentos financieros es un factor determinante de calificación clave. Fitch también toma en consideración la medida en que la globalización y la consolidación introducen una mayor competencia. Las entidades que tienen una ventaja competitiva importante, como una participación de mercado dominante en una clase o clases principales de activos, tenderá a tener calificaciones más altas que aquellas que no tienen un papel preponderante en la ejecución, transferencia y/o posesión física de productos financieros. Además, las entidades que proporcionan amplia liquidez en el mercado y/o tienen modelos de negocio que dan como resultado altas barreras de entrada tenderán a tener calificaciones intrínsecas más altas.

Modelo de Negocio: Los modelos de negocio de las FMI se diferencian en base al tipo de riesgos en que incurren. Por ejemplo, una bolsa con actividades de intercambio puras no está expuesta a un riesgo contraparte o de balance significativos, mientras que una cámara de

compensación está expuesta al riesgo contraparte si un miembro liquidador cae en incumplimiento. Una cámara de compensación también está expuesta al riesgo de liquidez y crediticio en caso de no contar con los recursos suficientes para la compensación y liquidación debido al incumplimiento de un miembro liquidador de la cámara de compensación, deficiencias

operacionales o interrupciones del mercado. Las CSDs principalmente proporcionan servicios de custodia de valores, y liquidación y manejo de acciones corporativas. Una CSD que no cuenta con licencia bancaria está principalmente expuesta a riesgos asociados con la seguridad/protección de activos y complejidad operacional, mientras que el riesgo crediticio está limitado a las inversiones en activos financieros. Las CSDs con licencia bancaria también proporcionan líneas de crédito, generalmente sobregiros de corto plazo completamente garantizados y por lo tanto, están expuestas a un grado de riesgo crediticio por estos servicios.

Las FMI con amplia oferta de productos en todas las clases de activos y geografías tenderán a tener calificaciones más altas que las FMI que sean de mono línea. Esto refleja la diversidad de los flujos de ganancias de la compañía y la posibilidad de menor sensibilidad de las ganancias a los volúmenes de mercado y ciclos económicos.

Perfil de la Compañía

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC e inferior
Franquicia	No hay competencia para los principales productos del negocio (intercambio, liquidación, custodia y/o compensación).	Competencia extremadamente pequeña para la mayoría de los principales productos del negocio (intercambio, liquidación, custodia y/o compensación).	Mercado dominante para el negocio principal (intercambio, liquidación, custodia y/o compensación) en una base global o regional. Competencia moderada en las principales clases de activos o alianza estratégica entre bolsas, cámaras o CSDs.	Mercado líder para los principales productos del negocio (intercambio, liquidación, custodia y/o compensación) en una base global o regional.	Mercado importante para los principales productos del negocio (intercambio, liquidación, custodia y/o compensación) en una base global o regional.	Mercado menos desarrollado para los principales productos del negocio (intercambio, liquidación, custodia y/o compensación).	Mercado en desarrollo para los principales productos del negocio (intercambio, liquidación, custodia y/o compensación) en una base global o regional. Modelo de negocio en evolución.
Modelo de Negocio	Amplia gama de clases de activos con una participación mayoritaria como líder de mercado en varios grupos de productos, o una participación dominante en un grupo concentrado de productos o servicios de valores. El volumen del mercado y los factores económicos tienen un efecto limitado en los ingresos y la rentabilidad.	Amplia gama de clases de activos con una participación mayoritaria de mercado en varios grupos de productos, o participación dominante en grupo concentrado de productos o servicios de valores. El volumen del mercado y los factores económicos tienen un efecto modesto en los ingresos y la rentabilidad.	Amplia gama de clases de activos con una participación de mercado sustancial en varios productos o servicios de valores. El volumen del mercado y los factores económicos pueden limitar moderadamente los ingresos y la rentabilidad.	Clases de activos diversificadas con una participación de mercado promedio en productos o servicios de valores. El volumen del mercado y los factores económicos limitan los ingresos y la rentabilidad.	Varias clases de activos con una participación de mercado por debajo del promedio en productos o servicios de valores. El volumen del mercado y los factores económicos limitan de manera importante los ingresos y la rentabilidad.	Limitadas clases de activos con una participación de mercado por debajo del promedio en productos o servicios de valores. El volumen del mercado y los factores económicos limitan de manera significativa los ingresos y la rentabilidad.	Pocas clases de activos sin participación de mercado en productos o servicios de valores. El volumen del mercado y los factores económicos limitan materialmente los ingresos y la rentabilidad.
Estructura Organizacional	Mínima complejidad estructural organizacional. Las principales entidades legales existen primordialmente por razones de claridad en el negocio. Alta visibilidad en las principales entidades legales.		Complejidad estructural organizacional incrementada. Buena visibilidad en las principales entidades legales.		Significativa complejidad estructural organizacional. Potencialmente limitada visibilidad en las principales entidades legales.		Estructura organizacional altamente compleja, opaca o materialmente cambiante.

Estructura Organizacional: Las estructuras organizacionales que son más transparentes y menos complejas son percibidas como factores determinantes de calificación positivos. Fitch también evaluará la estructura del grupo, como por ejemplo si una bolsa, cámara de compensación o CSD es una entidad operativa independiente o una subsidiaria de una organización más grande, con esta última potencialmente añadiendo complejidad organizacional. De manera similar, Fitch evaluará la estructura de la propiedad, es decir si es

propiedad conjunta de sus miembros o si cotiza en bolsa, siendo ésta última más propensa a presentar conflictos entre la administración de riesgos y la maximización de ganancias.

Administración y Estrategia

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

- Calidad de la Administración.
- Gobierno Corporativo.
- Objetivos Estratégicos.
- Ejecución.

Importancia de la Evaluación

Una evaluación de la administración, estrategia y gobierno corporativo es importante; sin embargo, es la parte más subjetiva del análisis de Fitch. Esta evaluación considera cómo se dirige una entidad, por ejemplo mediante el establecimiento de metas de negocio o financieras específicas y el desarrollo de una estrategia para lograr dichas metas, lo que proporciona una idea de las motivaciones dentro de la entidad. Mientras que una administración fuerte puede beneficiar el perfil global de riesgo crediticio de una FMI, hay límites en la magnitud de una potencial mejora, dado que la administración es en última instancia limitada por el perfil de la empresa y el entorno en el que opera. Por otra parte, una administración débil puede constituir una desventaja para el perfil global de riesgo crediticio de una FMI y sería percibida de manera negativa.

Calidad de la Administración: La profundidad, estabilidad, credibilidad y trayectoria de la administración es una parte importante del análisis de Fitch de este factor de calificación, junto con los controles y salvaguardas impuestos a la administración por las estructuras internas de gobierno corporativo de la compañía. Fitch hace especial hincapié en evaluar los conocimientos y experiencia de la administración y del Consejo en las principales actividades de la empresa.

Gobierno Corporativo: Fitch evalúa el gobierno corporativo en base a un país específico y emisor específico, en línea con lo establecido por su reporte de Metodología titulada *Evaluación del Gobierno Corporativos* Muchas de las consideraciones especificas del país se superponen con las consideraciones en el análisis de entorno operativo incluyendo el estado de derecho, los niveles de corrupción y el tratamiento de los derechos del acreedor. Las consideraciones específicas del emisor incluyen, pero no se limitan a, la composición y eficiencia de la Junta, transparencia y operaciones con partes relacionadas. En base a la evaluación de Fitch, el gobierno corporativo puede ser neutral para la calificación crediticia intrínseca o puede limitarla. Las buenas prácticas de gobierno corporativo aisladamente no impactarán de forma positiva a la calificación crediticia intrínseca. Sin embargo, las mejoras pueden hacerlo.

La existencia de carencias de gobierno corporativo no pesará forzosamente en la calificación crediticia intrínseca, siempre que dichas carencias sean bien entendidas en consonancia con las expectativas que se tengan al nivel de la calificación crediticia intrínseca y que Fitch crea que existen mitigantes adecuados. El gobierno corporativo puede ser un factor de calificación en sí mismo, en caso que una deficiencia del gobierno corporativo de la cual no se tuviese conocimiento salga a la luz, y Fitch la considere suficiente material para no estar acorde con la calificación crediticia intrínseca, o si la deficiencia no logra ser mitigada adecuadamente.

Objetivos Estratégicos: Los objetivos estratégicos de las FMIs deben articular claramente las principales metas de fundamentales de negocio y pueden incluir la posición de mercado, servicios y productos ofrecidos, y medidas financieras tales como la diversificación de ingresos y los niveles de rentabilidad o de capital.

Una estrategia de mediano a largo plazo creíble, coherente y claramente articulada que puede ser comunicada de manera efectiva podría tener implicaciones positivas en las calificaciones. Fitch también revisará las filosofías estratégicas de la administración tales como el crecimiento orgánico versus las adquisiciones, y la expansión global versus el aumento de la presencia local de FMIs a través de nuevas ofertas de productos. Fitch también considerará qué tan alcanzables son estos objetivos y si los mismos realzan el negocio principal de la FMI.

Ejecución: El éxito de la ejecución de objetivos articulados se basa en la comparación de resultados establecidos versus los reales. La evaluación de Fitch por lo general abarcará un horizonte de tiempo de más largo plazo para la implementación ya que puede tomar tiempo que las nuevas estrategias ganen tracción.

Administración y Estrategia

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC e inferior
Calidad de la Administración	La administración tiene un inigualable grado de profundidad, estabilidad y experiencia. Los planes de sucesión de todos los roles clave se lleva a cabo rutinariamente. La administración mantiene un fuerte grado de credibilidad en todos los sectores principales a través de los ciclos económicos. La institución tiene una cultura corporativa fuerte y consistente.	La administración tiene un muy alto grado de profundidad, estabilidad y experiencia. Los planes de sucesión de los roles ejecutivos clave se lleva a cabo rutinariamente y la rotación es muy baja. La administración ha mantenido un muy alto grado de credibilidad en todos los sectores principales durante largos períodos. La institución tiene una cultura corporativa sólida y consistente.	La administración tiene un alto grado de profundidad, estabilidad y experiencia. Los planes de sucesión de los roles ejecutivos clave está en marcha y la rotación es baja. La administración mantiene un alto grado de credibilidad en los sectores principales. La institución tiene una cultura corporativa buena y consistente.	La administración tiene un buen grado de profundidad, estabilidad y experiencia. La rotación de ejecutivos es manejable. La administración mantiene un buen nivel de credibilidad en los sectores principales. La cultura corporativa es sólida, pero puede ser menos consistente que la de entidades con calificaciones más altas.	La administración tiene un grado aceptable de profundidad, estabilidad y experiencia, pero notablemente menor que el de otras entidades con calificaciones más altas. La rotación o dependencia en ejecutivos clave de la administración puede ser mayor que en entidades con calificaciones más altas	La administración puede tener debilidades notables, incluyendo la falta de profundidad, estabilidad o experiencia. La rotación de la administración puede ser considerada alta.	Las deficiencias de la administración pueden ser significativas.
Gobierno Corporativo	←		Gobierno Corporativo es efectivo		→		
			Gobierno Corporativo es generalmente efectivo pero algunas debilidades menores pueden limitar las calificaciones				
					Gobierno Corporativo no es efectivo y afecta negativamente a las calificaciones		
Objetivos Estratégicos	Los objetivos estratégicos están claramente articulados y reflejan niveles sostenibles a largo plazo de negocio y desempeño financiero. Los objetivos estratégicos siguen siendo altamente consistentes durante un largo período.	Los objetivos estratégicos están claramente articulados y reflejan niveles sostenibles a largo plazo de negocio y desempeño financiero. Los objetivos estratégicos son muy consistentes con el tiempo.	Los objetivos estratégicos están bien articulados y reflejan un nivel de negocio y de desempeño financiero de mediano plazo. Los objetivos estratégicos pueden requerir ser modificados modestamente con el tiempo.	Los objetivos estratégicos están documentados y reflejan un nivel de negocio y de desempeño financiero de mediano plazo. Los objetivos estratégicos pueden cambiar con el tiempo y pueden ser más oportunistas.	Los objetivos estratégicos pueden no estar claramente articulados y/o reflejan niveles de negocio y desempeño financiero a corto plazo. Los objetivos estratégicos pueden cambiar según las oportunidades del mercado.	Los objetivos estratégicos no están articulados y reflejan un nivel de negocio y desempeño financiero de corto plazo. Los objetivos estratégicos pueden ser vulnerables a los cambios.	Faltan objetivos estratégicos.
Ejecución	La institución consistentemente cumple con los objetivos de negocio y financieros a través de ciclos del mercado y/o económicos.	La institución rutinariamente cumple con los objetivos de negocio y financieros con muy limitada variabilidad a través de ciclos del mercado y/o económicos.	La institución generalmente cumple con los objetivos de negocio y financieros pero con modesta variabilidad a través de ciclos del mercado y/o económicos.	La institución generalmente cumple con los objetivos de negocio y financieros. La ejecución se vuelve más variable con cambios en los ciclos del mercado y/o económicos.	La institución a menudo incumple con los objetivos de negocio y financieros. La ejecución es variable en base a cambios en los ciclos del mercado y/o económicos.	La institución típicamente incumple con los objetivos de negocio y financieros. La ejecución es altamente variable en base a cambios en los ciclos del mercado y/o económicos.	La institución no cumple con los objetivos de negocio y financieros.

Apetito de Riesgo

El análisis de Fitch sobre el Apetito de Riesgo considera los siguientes sub-factores:

- Riesgos Operacionales, de Reputación y Legales
- Administración del Riesgo Contraparte
- Crecimiento

Importancia de la Evaluación

Los niveles de apetito de riesgo son una consideración importante en la asignación de calificaciones intrínsecas, y la evaluación de Fitch puede basarse en políticas establecidas por el grupo de administración de riesgo y/o el consejo de administración. Fitch aplicará su propio juicio al evaluar si la administración del riesgo de contraparte es adecuada con el riesgo de negocio asociado. Fitch también buscará analizar los riesgos operacionales y de reputación asociados con el negocio de la entidad. La calificadora también considerará si los objetivos de crecimiento son adecuados respecto al nivel de riesgo establecido.

Riesgos Operacionales, de Reputación y Legales: Los riesgos operacionales de las FMI surgen principalmente de la necesidad de procesar grandes volúmenes de transacciones diariamente, lanzar nuevos productos y tecnologías y manejar efectivamente los casos excepcionales de incumplimientos de contrapartes a través de procedimientos establecidos y mecanismos de cascada. La falta de administración de cualquiera de estos riesgos operacionales puede resultar en una pérdida financiera, introducir daños de reputación o riesgos legales, y conducir a una pérdida de posición de mercado temporal o permanente.

Las FMIs procesan grandes volúmenes de transacciones diariamente. A fin de procesar de manera precisa y efectiva estos volúmenes es necesario contar con plataformas tecnológicas robustas con los controles y operaciones administrativas o de *soporte apropiados*. Los clientes de las FMIs pueden sufrir pérdidas potencialmente substanciales derivado de deficiencias operacionales, tales como fallas en los sistemas, problemas con operaciones de venta, calces y liquidaciones de operaciones equivocadas, desastres naturales o violaciones cibernéticas. Si Fitch determina que una FMI tiene una infraestructura de riesgo operacional o ambiente de control débil u obsoleto, por lo general habrá un efecto negativo en las calificaciones intrínsecas. En este contexto, Fitch evalúa el nivel de inversión en la actualización de tecnología al analizar los riesgos operacionales de las FMIs.

Los problemas con los sistemas ocurren con mayor frecuencia en el desarrollo e implementación de nuevos productos y cuando una FMI tiene actualizaciones de sistemas, lo cual fortalece la importancia en la inversión de sistemas de operaciones administrativas o *de soporte*. Para asegurar la continuidad del negocio en caso de desastres naturales, es importante que las FMI operen con sistemas computacionales efectivos duplicados y de respaldo, y que desarrollen y mantengan planes de continuidad de negocio que incluyan sitios de recuperación de desastres que se encuentren geográficamente dispersos.

Cuando Fitch considere que el riesgo operacional es excesivo o débil en relación a la sofisticación de la FMI, la calificación intrínseca se verá afectada de manera negativa. El riesgo operacional podría tener un efecto más pronunciado en las FMIs menos diversificadas, en las que un déficit operacional puede resultar en daño permanente o temporal a la franquicia. Adicionalmente, el riesgo legal puede surgir del procesamiento inadecuado de transacciones de la FMI, o del incumplimiento de leyes o regulaciones aplicables (ej. si se encuentra en incumplimiento de sanciones).

Apetito de Riesgo

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC e inferior
Riesgos Operacionales, de Reputación y Legales	Extremadamente rara ocurrencia de fallas técnicas que resulten en daño de reputación o legal. Muy alto nivel de inversión en tecnología. Desarrollo y mejoras continuas en las plataformas tecnológicas. Sistemas, controles y procedimientos extremadamente fuertes; pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Rara ocurrencia de fallas técnicas que resulten en daño de reputación o legal. Alto nivel de inversión en tecnología. Desarrollo y mejoras frecuentes en las plataformas tecnológicas. Sistemas, controles y procedimientos muy fuertes; pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Limitada ocurrencia de fallas técnicas que resulten en daño de reputación o legal. Alto nivel de inversión en tecnología. Desarrollo y mejoras frecuentes en las plataformas tecnológicas. Sistemas, controles y procedimientos fuertes; pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Ocurrencia poco frecuente de fallas técnicas que resulten en daño de reputación o legal. Nivel promedio de inversión en tecnología. Desarrollo y mejoras frecuentes en las plataformas tecnológicas. Sistemas, controles y procedimientos sólidos; pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Frecuente ocurrencia de fallas técnicas que resulten en daño de reputación o legal. Nivel de inversión en tecnología por debajo del promedio. Desarrollo y mejoras en las plataformas tecnológicas por debajo del promedio. Sistemas, controles y procedimientos adecuados; pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Muy frecuente ocurrencia de fallas técnicas que resulten en daño de reputación o legal. Nivel de inversión en tecnología por debajo del promedio. Desarrollo y mejoras en las plataformas tecnológicas por debajo del promedio. Sistemas, controles y procedimientos débiles; pruebas beta de nuevas plataformas tecnológicas y continuidad de negocio.	Ocurrencia regular de fallas técnicas que resulten en daño de reputación o legal. No hay inversión en tecnología. Plataformas tecnológicas en desarrollo. Sistemas, controles y procedimientos deficientes
Administración de Riesgo Contraparte	Extremadamente fuerte supervisión de contraparte/cliente tanto inicial como continua. Extremadamente fuertes garantías financieras para los cálculos del margen y compensaciones, colateral y fondo de garantía aceptables. Extremadamente fuertes procedimientos de incumplimiento. Extremadamente fuerte administración de la exposición al cliente y colateral.	Muy fuerte supervisión de contraparte/cliente tanto inicialmente como continua. Muy fuertes garantías financieras para los cálculos del margen y compensaciones, colateral y fondo de garantía aceptables. Muy fuertes procedimientos de incumplimiento. Muy fuerte administración de la exposición al cliente y colateral.	Fuerte supervisión de contraparte/cliente tanto inicialmente como continua. Fuertes garantías financieras para los cálculos del margen y compensaciones, colateral y fondo de garantía aceptables. Fuertes procedimientos de incumplimiento. Fuerte administración de la exposición al cliente y colateral.	Sólida supervisión de contraparte/cliente tanto inicialmente como continua. Sólidas garantías financieras para los cálculos del margen y compensaciones, colateral y fondo de garantía aceptables. Sólidos procedimientos de incumplimiento. Sólida administración de la exposición al cliente y colateral	Moderada supervisión de contraparte/cliente tanto inicialmente como continua. Buenas garantías financieras para los cálculos del margen y compensaciones, colateral y fondo de garantía aceptables. Moderados procedimientos de incumplimiento. Moderada administración de la exposición al cliente y colateral.	Débil supervisión de contraparte/cliente tanto inicialmente como continua. Débiles garantías financieras para los cálculos del margen y compensaciones, colateral y fondo de garantía aceptables. Débiles procedimientos de incumplimiento. Débil administración de la exposición al cliente y colateral.	Deficiencias en la supervisión de contraparte/cliente tanto inicialmente como continua. Limitadas garantías financieras para los cálculos del margen y compensaciones, colateral y fondo de garantía aceptables. Falta de procedimientos de incumplimiento. Deficiencias en la administración de la exposición al cliente y colateral.
Crecimiento	Poco probable que el crecimiento del balance o del negocio supere al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El ambiente de control está sistemáticamente adaptado para cumplir con más altos volúmenes de negocio.	Rara vez el crecimiento del balance o del negocio rara vez supera al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El ambiente de control está sistemáticamente adaptado para cumplir con más altos volúmenes de negocio.	El crecimiento del balance o del negocio puede algunas veces superar al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El ambiente de control está por lo general convenientemente adaptado para cumplir con más altos volúmenes de negocio.	El crecimiento del balance o del negocio cada vez más supera al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El ambiente de control puede quedarse rezagado con respecto a más altos volúmenes de negocio.	El crecimiento del balance o del negocio a menudo supera al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El desarrollo del ambiente de control probablemente quede rezagado con respecto a más altos volúmenes de negocio.	El crecimiento del balance usualmente excede al crecimiento sostenible a largo plazo de los principales segmentos del negocio. El ambiente de control rutinariamente queda rezagado con respecto a más altos volúmenes de negocio.	El crecimiento puede estar muy por encima de los niveles sostenibles.

Administración del Riesgo Contraparte: El riesgo contraparte se presenta en las cámaras de compensación y las CSDs con licencia bancaria. En estos casos, las FMIs buscan minimizar el riesgo contraparte tomando garantías significativas de la contraparte que puedan ser utilizadas en caso de incumplimiento de la contraparte. La evaluación que hace Fitch sobre la administración del riesgo contraparte considera la medida inicial y el mantenimiento diario de esta garantía, junto con los mecanismos de incumplimiento predefinidos de la contraparte o el cliente.

Por otra parte, las bolsas puras y los CSDs sin licencia bancaria, sirven simplemente como un lugar para la actividad de intercambio o el depósito de valores, así como de compensación y liquidación posterior directa para terceras partes. Con excepción de un riesgo contraparte mínimo que surge de facturas por operaciones y potencialmente de inversiones en activos financieros, las bolsas y las CDSs sin licencia bancaria no están expuestas al riesgo contraparte de forma material. Como tal, el riesgo contraparte no es un factor clave de calificación para las bolsas ni para los CSDs que no tienen licencia bancaria, sin embargo ambos tipos de organizaciones típicamente exigen a sus miembros requisitos cualitativos y cuantitativos mínimos, los cuales son percibidos de manera positiva.

Dado que el rol principal de una cámara de compensación es actuar como una contraparte central y garantizar la liquidación de operaciones entre los miembros liquidadores, uno de sus riesgos principales es que un miembro liquidador incumpla y no tenga posibilidad de cumplir con sus obligaciones. El riesgo contraparte es manejado a través de estándares estrictos de los miembros liquidadores, requisitos de margen, requisitos de garantías aceptables y fondos de garantía. Fitch generalmente revisa las políticas y procedimientos de las cámaras de compensación con respecto a la administración del riesgo contraparte a fin de determinar la medida en que logran captar los potenciales riesgos contraparte de manera exhaustiva y con vista al futuro.

Fitch considera los siguientes factores al evaluar la suficiencia del marco de administración del riesgo contraparte de una compañía de liquidación:

Administración del Riesgo Contraparte	Procedimientos de Margen	Fondos de Garantía
Margen Inicial / Margen de Variación	Cálculo	Tamaño Versus Exposición de Contraparte
Requerimientos Financieros	Frecuencia	Frecuencia de Redimensionamiento
Proceso de Revisión (*Due Diligence*)	Publicación	Calidad
Remediación	Valuación	Diversificación
Normas de Membresía	Colchones	Custodia
—	Deducciones	—
—	Revisión	—

La presencia de debilidades materiales identificadas en el marco de administración del riesgo contraparte de una cámara de compensación podría tener implicaciones negativas en las calificaciones y comúnmente limitarían a las calificaciones intrínsecas a un nivel inferior al grado de inversión. Los sistemas de margen que subestiman los requerimientos de margen y de garantías de un miembro liquidador, podrían afectar las calificaciones intrínsecas.

La evaluación de la administración del riesgo de Fitch no incluye una validación de los modelos o metodologías de las FMIs, sino que analiza las prácticas de gobierno, procesos, pruebas de estrés y otras suposiciones subyacentes clave del riesgo de una compañía. Fitch intenta comprender el nivel de compromiso en la administración del riesgo en toda la compañía y la variedad de comités y miembros, así como la independencia y autoridad de las funciones de riesgo.

Para proteger a la cámara de compensación y a los miembros liquidadores que no han incumplido de un incumplimiento de un miembro, las cámaras de compensación han establecido procesos, vía el establecimiento de cascadas de incumplimiento. Generalmente, una vez que un miembro liquidador cae en incumplimiento, una cámara de compensación iniciará procedimientos de incumplimiento, que incluyen el utilizar la garantía (margen) del miembro liquidador en incumplimiento y las contribuciones al fondo de garantía para reducir o eliminar las pérdidas. En caso de que no puedan ser cubiertas todas las pérdidas, la cámara

puede tener acceso a las contribuciones de capital a la cámara, las contribuciones al fondo de garantía de los miembros liquidadores que no están en incumplimiento, y potencialmente a recursos adicionales de los miembros liquidadores que no estén en incumplimiento. Fitch percibe los procedimientos de incumplimiento robustos y bien definidos como factores positivos en las calificaciones.

Las CSDs con licencia bancaria típicamente cuentan con procesos establecidos para administrar el riesgo contraparte que surja por exposición a clientes inter-día o durante la noche. Fitch percibe de manera positiva las herramientas de mitigación de riesgo, incluyendo límites a liquidaciones netas, requerimientos de garantías y límites que buscan minimizar la exposición de las CSDs con licencia bancaria en caso de un incumplimiento de contraparte. Las CSDs con licencia bancaria también están expuestas a riesgos por inversión y como tal, el marco de riesgo que rodea este tema también es considerado.

Crecimiento: El crecimiento del balance y/o del negocio de una FMI es medido en comparación con las condiciones de mercado subyacentes y la volatilidad, y en relación a los promedios de sus pares. Por lo general, las cámaras de compensación tienen contrapesos significativos de depósitos de margen y contribuciones al fondo de garantía en ambos lados del balance general asociadas con los respectivos valores liquidados. El crecimiento de estos componentes del balance general están altamente correlacionados con las condiciones generales del mercado. Al momento de evaluar el crecimiento de una cámara, Fitch excluye estos balances de su análisis primario, dado que estos fondos son para beneficio de los acreedores de los miembros liquidadores y no reflejan un crecimiento del balance general fundamental. Dicho lo anterior, la tendencia en el crecimiento del balance consolidado puede ser informativa en el largo plazo.

El crecimiento del negocio o del balance general que se encuentra en línea con un crecimiento sostenible a largo plazo o refleja un crecimiento general en la franquicia de una FMI tendrá por lo general implicaciones positivas en la calificación. El crecimiento rápido puede introducir otros desafíos tales como dificultades operacionales si las plataformas tecnológicas y las operaciones administrativas o de *soporte* no pueden manejar un incremento en los volúmenes de operaciones, depósitos o liquidaciones y por consiguiente puede tener implicaciones negativas en la calificación.

Las adquisiciones aceleradas de competidores podrían ser percibidas de forma negativa por Fitch si no complementan las estrategias de largo plazo de estas entidades. Adicionalmente, estas adquisiciones podrían afectar de manera negativa las métricas de apalancamiento y por lo general tienen altos costos de integración.

Perfil Financiero

La evaluación de Fitch sobre el Perfil Financiero considera los siguientes sub-factores:

- Capitalización y Apalancamiento.
- Fondeo, Liquidez y Cobertura.
- Ganancias y Rentabilidad.
- Exposición a Contrapartes.

Perfil Financiero

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC e inferior
Capitalización y Apalancamiento	La capitalización y el apalancamiento son extremadamente fuertes y acordes al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con colchones muy significativos por encima de los mínimos regulatorios o en comparación con instituciones pares. Los objetivos de capital y apalancamiento incorporan la capacidad para soportar choques severos.	La capitalización y el apalancamiento son fuertes y acordes al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con colchones suficientes por encima de los mínimos regulatorios o en comparación con instituciones pares. Los objetivos de capital y apalancamiento incorporan la capacidad para soportar choques severos.	Los niveles de capitalización y apalancamiento reflejan riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con colchones sólidos versus mínimos regulatorios y por lo general por encima de instituciones pares. Los niveles de capital y apalancamiento pueden ser relativamente más volátiles, pero probablemente solo modestamente afectados por choques significativos a la calidad de activos y al valor de mercado.	La capitalización y el apalancamiento pueden no ser completamente acordes al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con colchones satisfactorios por encima de los mínimos regulatorios y por lo general en línea con instituciones pares. Los niveles de capital y apalancamiento pueden ser más vulnerables a choques significativos.	La capitalización y el apalancamiento no son completamente acordes al riesgo. La capitalización y el apalancamiento se mantienen con colchones moderados por encima de los mínimos regulatorios y pueden estar por debajo de instituciones pares. El capital y el apalancamiento son altamente vulnerables a choques significativos, pero capaces de soportar choques moderados.	La capitalización y el apalancamiento no son acordes al riesgo. La capitalización y el apalancamiento son bajos y los colchones por encima de los mínimos regulatorios son pequeños. Los niveles de capital y apalancamiento pueden estar muy por debajo de las instituciones pares y ser altamente vulnerables a choques.	La capitalización y el apalancamiento tienen claras deficiencias que o tienen o pueden necesitar inyecciones de capital.
Fondeo, Liquidez y Cobertura	Flujos de efectivo operacionales y niveles de liquidez extremadamente fuertes en relación con las inversiones de capital, las necesidades operacionales y vencimientos de deuda a corto plazo. Líneas de crédito y fondeo contingente más que suficiente para el modelo de negocio y las necesidades de liquidez.	Flujos de efectivo operacionales y niveles de liquidez muy fuertes en relación con las inversiones de capital, las necesidades operacionales y vencimientos de deuda a corto plazo. Líneas de crédito y fondeo contingente consistentes con el modelo de negocio y las necesidades de liquidez.	Flujos de efectivo operacionales y niveles de liquidez fuertes en relación con las inversiones de capital, las necesidades operacionales y vencimientos de deuda a corto plazo. Líneas de crédito y fondeo contingente consistentes con el modelo de negocio y las necesidades de liquidez.	Flujos de efectivo operacionales y niveles de liquidez sólidos en relación con las inversiones de capital, las necesidades operacionales y vencimientos de deuda a corto plazo. Líneas de crédito y fondeo contingente por lo general capaces de soportar el modelo de negocio y las necesidades de liquidez.	Flujos de efectivo operacionales y niveles de liquidez limitados en relación con las inversiones de capital, las necesidades operacionales y vencimientos de deuda a corto plazo. Líneas de crédito y fondeo contingente son adecuados para soportar el modelo de negocio y las necesidades de liquidez.	Flujos de efectivo operacionales y niveles de liquidez muy limitados en relación con las inversiones de capital, las necesidades operacionales y vencimientos de deuda a corto plazo. Líneas de crédito y fondeo contingente son mínimos y pueden no soportar las necesidades de liquidez.	No hay flujos de efectivo operativos ni niveles de liquidez en relación con las inversiones, las necesidades operacionales y vencimientos de deuda a corto plazo. No hay acceso a líneas de crédito y/o fondeo contingente.
Ganancias y Rentabilidad	Las ganancias y rentabilidad son altamente predecibles a lo largo de los ciclos económicos. Las medidas de rentabilidad son acordes a la naturaleza de aversión al riesgo y consistentemente superiores a las instituciones pares comparables.	Las ganancias y rentabilidad son muy predecibles a lo largo de los ciclos económicos. Las medidas de rentabilidad son acordes a un muy bajo riesgo, pero pueden variar modestamente. Medidas de rentabilidad generalmente superiores a las instituciones comparables.	Las ganancias y rentabilidad son moderadamente variables a lo largo de los ciclos económicos. Las medidas de rentabilidad son acordes a un bajo riesgo, pero sujetas a variabilidad. La rentabilidad es generalmente mayor que los promedios de toda la industria.	Las ganancias y rentabilidad pueden ser variables a lo largo de los ciclos económicos. Las medidas de rentabilidad reflejan un riesgo inherente o un entorno altamente competitivo y pueden estar sujetas a una variabilidad incrementada. La rentabilidad es promedio en relación a los promedios de toda la industria.	Las ganancias y rentabilidad pueden ser altamente variables a lo largo de los ciclos económicos. Las medidas de rentabilidad pueden no reflejar completamente el riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está por debajo del promedio en relación a los promedios de toda la industria.	Las ganancias y rentabilidad son volátiles y altamente correlacionadas con los ciclos económicos. Las medidas de rentabilidad pueden no reflejar completamente el riesgo inherente y están sujetas a variabilidad. La rentabilidad está muy por debajo del promedio en relación a los promedios de toda la industria.	Puede ser estructuralmente no rentable ya sea en una base reportada u operacional. El retorno en punto de equilibrio o la rentabilidad sostenible es altamente incierto.
Exposición Contraparte	Muy limitada concentración de miembros liquidadores. El fondo de garantía cubre pérdidas por el incumplimiento simultáneo de al menos dos de sus más grandes miembros liquidadores. Nivel apropiado de colateral para soportar los requerimientos de margen y del fondo de garantía. Extremadamente prudente inversión de fondos excedentes y extensión de crédito para facilitar la liquidación.		Limitada concentración de miembros liquidadores. El fondo de garantía cubre pérdidas del incumplimiento simultáneo de al menos dos de sus más grandes miembros liquidadores. Nivel apropiado de colateral para soportar los requerimientos de margen y del fondo de garantía. Prudente inversión de fondos excedentes y extensión de crédito para facilitar la liquidación.	Concentración de miembros liquidadores promedio. El fondo de garantía cubre pérdidas del incumplimiento simultáneo de sólo dos de sus más grandes miembros liquidadores. Nivel satisfactorio de colateral para soportar los requerimientos de margen y del fondo de garantía. Menos prudente inversión de fondos excedentes y extensión de crédito para facilitar la liquidación.		Concentración de miembros liquidadores por encima del promedio. El fondo de garantía cubre pérdidas del incumplimiento del más gran miembro liquidador. Nivel suficiente de colateral para soportar los requerimientos de margen y del fondo de garantía. Agresiva inversión de fondos excedentes y extensión de crédito para facilitar la liquidación.	Significativa concentración de miembros liquidadores. El fondo de garantía no cubre pérdidas del incumplimiento del más grande miembro liquidador. Nivel insuficiente de colateral para soportar los requerimientos de margen y del fondo de garantía. Muy agresiva inversión de fondos excedentes y extensión de crédito para facilitar la liquidación.

Importancia de la Evaluación

El perfil financiero de una FMI puede ser medido analizando métricas financieras clave, en términos de sus niveles absolutos, tendencias y estabilidad de dichas métricas. Las métricas financieras son relevantes para el análisis dado que brindan una fuerte indicación de cómo se está desempeñando la entidad con respecto a dimensiones clave de solvencia. Las medidas financieras son el resultado del modelo de negocio de la entidad, el desarrollo del mercado financiero, los objetivos estratégicos y la ejecución.

Indicadores Clave de Capitalización y Apalancamiento

Deuda Bruta/EBITDA
Flujo de Efectivo Libre/Deuda Bruta
Deuda Bruta/Capital Tangible
Deuda Bruta/FCC
FCC/Riesgos Ponderados [a]
Indicadores de Capital Regulatorio[a]

[a]Sólo para CSDs con licencia bancaria, cuando sea aplicable. Ver Anexo 1 para obtener definiciones.

Fuente: Fitch.

Capitalización y Apalancamiento: Fitch se enfoca primordialmente en métricas de apalancamiento del flujo de efectivo al momento de analizar bolsas y CSDs sin licencia bancaria debido al bajo uso de su balance general en sus negocios. En estos casos, el repago de deuda es probable que sea una función del flujo de efectivo generado por el negocio en vez de una liquidación de garantías o monetización de activos en el balance general.

Fitch define al apalancamiento de flujo de efectivo como deuda bruta a EBITDA (con ajustes por rubros significativos de no efectivo tales como la compensación que no sea en efectivo). Fitch puede enfocarse en la deuda neta/EBITDA cuando el efectivo se separa para servicio de deuda de corto plazo. Cuando sea aplicable, Fitch podrá analizar adicionalmente la deuda ajustada por arrendamiento al EBITDAR, a fin de considerar gastos materiales de arrendamientos operativos. Bajo este enfoque, Fitch ajusta la deuda bruta agregando el valor neto presente neto de pagos por arrendamiento futuro u 8.0x el gasto actual por arrendamiento, y ajusta el EBITDA agregando el gasto actual por arrendamiento.

La deuda bruta/EBITDA de menos de 1.5x es generalmente vista como consistente con al menos una calificación independiente de la categoría “A”, sujeto a características de calificación acordes con respecto a otros factores determinantes de calificación clave. Los puntos de referencia de la deuda bruta/EBITDA para todas las categorías de calificaciones se presentan en la siguiente tabla:

Puntos de Referencia Típicos de apalancamiento de flujo de caja por Categoría de Calificación

(x)	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC e inferior
Deuda Bruta/ EBITDA	X < 1.5	X < 1.5	X < 1.5	1.5 < X < 2.5	2.5 < X < 3.5	3.5 < X < 5.0	X > 5.0

Fuente: Fitch.

En el caso de las cámaras de compensación, Fitch considera las métricas de apalancamiento de flujo de efectivo, pero revisará adicionalmente las métricas de apalancamiento del balance general, el margen de garantía y las contribuciones al fondo de garantía en relación con la exposición de contraparte. Con respecto a las métricas de apalancamiento del balance general, Fitch considera primordialmente la deuda bruta a capital tangible y la deuda bruta al Índice de Capital Fundamental según Fitch (FCC, *Fitch Core Capital)*. Como resultado de consolidaciones y fusiones y adquisiciones, una cantidad substancial de crédito mercantil es registrado en los balances generales de muchas FMIs, los cuales son excluidos por Fitch al momento de calcular las métricas de apalancamiento del balance general.

Para los CSDs con licencia bancaria la calidad y tamaño absoluto del capital y la suficiencia del capital (i.e. el tamaño de su capital en relación con sus riesgos) son consideraciones fundamentales. Como tal, las métricas de capitalización del balance general incluyendo el FCC a riesgos ponderados son más factibles de ser consideradas, así como lo son los indicadores de capital regulatorio, en la medida que sea aplicable.

La evaluación que hace Fitch sobre la suficiencia de capital también tomará en consideración la estructura de capital de una FMI, las políticas de dividendos y recompra de acciones, así como requerimientos regulatorios, cuando sean aplicables. Fitch también considera el flujo de efectivo libre en relación a la deuda bruta, lo cual da una idea sobre el monto de inversiones que las FMIs están llevando a cabo para actualizar sus plataformas tecnológicas.

Indicadores Clave de Fondeo, Liquidez y Cobertura

EBITDA/Gasto por Intereses
Efectivo & Valores Negociables (inversión) No Restringidos/ Deuda de Corto Plazo

Ver Anexo 1 para obtener definiciones. Fuente: Fitch.

Fondeo, Liquidez y Cobertura: Bajo condiciones de operación normales, una bolsa o una CSD sin licencia bancaria tiene necesidades de liquidez limitadas y depende primordialmente en flujos de efectivo operacionales para respaldar las inversiones de capital (capex) y los vencimientos de deuda de corto plazo. Las necesidades de liquidez pueden elevarse durante períodos de estrés, y como tal, Fitch considera fuentes de fondeo contingentes tales como líneas de crédito para inversiones de capital y con propósitos corporativos en general.

Las cámaras de compensación por otra parte, tienen necesidades distintas de liquidez en relación a las funciones de compensación y liquidación en el caso de una disrupción temporal en el mercado o el incumplimiento de un miembro liquidador o de un banco custodio. En tal sentido, Fitch considera el monto de fondeo contingente disponible, incluyendo el acceso a líneas de crédito comprometidas, el tamaño de las líneas de crédito disponibles, para que productos ofrecidos pueden ser usadas, y el efectivo y valores de inversión no restringidos en el balance general.

Las necesidades de liquidez de una CSD con licencia bancaria son motivadas por las transacciones y en consecuencia son de corto plazo o mayormente durante la noche. Fitch considerará el porcentaje de activos líquidos a salidas potenciales y el nivel y fluctuación de depósitos de clientes al momento de evaluar la liquidez de las CSDs con licencia bancaria.

Como parte de sus análisis, Fitch revisará el cumplimiento de una FMI con sus obligaciones contractuales (financieras y de neteo) relacionadas con líneas de crédito y deuda. El incumplimiento de obligaciones contractuales de deuda podría presionar a las calificaciones intrínsecas a la baja, a menos que el nivel de calificación ya refleje una alta probabilidad de incumplimiento.

Fitch considera la cobertura de intereses, medida por EBITDA/gasto por intereses, como una métrica clave de cobertura. Las FMIs que cuentan con una cobertura de intereses mayor a 10.0x por lo general serán percibidas como consistentes con al menos una calificación intrínseca en la categoría “A”, sujeto a características de calificación acordes con respecto a otros factores determinantes de calificación. La siguiente tabla presenta los puntos de referencia del EBITDA/gastos por intereses para todas las categorías de calificación:

Puntos de Referencia Típicos de la Cobertura de Intereses por Categoría de Calificación

(x)	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC e inferior
EBITDA / Gasto por	X > 10	X > 10	X > 10	X > 6	X < 6	X < 3	X < 1

Fuente: Fitch.

De ser aplicable, Fitch podría adicionalmente evaluar el EBITDAR ajustado por arrendamientos a gasto por intereses, para considerar gastos materiales de arrendamientos operativos. Bajo este enfoque, Fitch ajusta el EBITDAR y los gastos por intereses agregando el gasto por arrendamiento actual a ambos.

Otras medidas de liquidez y medidas de fondeo que Fitch incorpora en su análisis incluyen el efectivo y valores negociables (inversiones) no restringidos como porcentaje de la deuda de corto plazo, y el cronograma de vencimientos de deuda.

Indicadores Clave de Ganancias y Rentabilidad

Margen EBITDA
Tasa por Contrato
Inversión de Capital (Capex)/Ingresos
Inversión de Capital (Capex)/Depreciación y Amortización
Costos Operacionales/Comisiones[a]

[a]Sólo para CSDs con licencia bancaria. Ver Anexo 1 para obtener definiciones. Fuente: Fitch.

Ganancias y Rentabilidad: Como primer paso al analizar la rentabilidad de las FMIs, es necesario comprobar si la entidad se encuentra operando como entidad que maximiza ganancias o no. En caso de que no, el enfoque probable es en el control de costos (manteniendo bajos costos de ejecución, de liquidación y/o compensación) y en los resultados netos en punto de equilibrio. Los excedentes de ganancias son típicamente regresadas a los miembros propietarios en forma de dividendos o descuentos. En estas instancias, Fitch evaluará la capacidad de una FMI para limitar pagos a sus miembros propietarios durante condiciones de estrés en el mercado, lo cual podría tener implicaciones positivas en la calificación intrínseca.

En el caso de las FMIs que no son propiedad de sus miembros, Fitch evalúa la capacidad de generar ganancias a través de varios ciclos de mercado. Fitch considera que los ingresos son altamente dependientes de los volúmenes de transacciones (ejecutadas, liquidadas y/o compensadas), las cuales son motivadas por las condiciones de mercado, y observa las tendencias con un horizonte de mayor largo plazo. Fitch también evalúa las fuentes de ingresos no transaccionales tales como estadísticas de mercado y servicios de información, que pueden ayudar a diversificar y estabilizar el desempeño en los diferentes ciclos de mercado. Los controles de costo, la flexibilidad y variabilidad de gastos y el desempeño en relación a sus pares también son revisados por Fitch.

Una medida de rentabilidad clave para las bolsas, las cámaras y las CSDs sin licencia bancaria, es el margen EBITDA, definido como EBITDA dividido entre los ingresos totales. Las bolsas, cámaras y las CSDs sin licencia bancaria que tienen márgenes de EBITDA mayores a 20% generalmente serán vistas como consistentes con al menos una calificación intrínseca de la categoría "A", sujeto a características de calificación acordes con respecto a otros factores determinantes de calificación. Los puntos de referencia del margen de EBITDA para todas las categorías de calificación se presentan en la tabla a continuación. Dicho atributo podría tomar una influencia de calificación más baja para aquellas FMIs que son de propiedad mutual y por lo tanto pudieran no buscar maximizar su rentabilidad intrínseca:

Puntos de Referencia Típicos de Rentabilidad por Categoría de Calificación

(%)	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC e inferior
EBITDA / Ingresos Totales	X > 20	X > 20	X > 20	15 < X < 20	10 < X < 15	X < 10	X < 5

Fuente: Fitch.

En el caso de los CSDs con licencia bancaria, es más probable que la rentabilidad sea analizada en base a los costos de operación en relación comisiones, similar a un indicador de eficiencia aplicado a los bancos.

Fitch también evalúa las contribuciones de ingresos por producto y geografía, el ingreso por clase de activo en relación con el volumen (tasa por contrato), la volatilidad, la volatilidad del volumen y su desglose, las inversiones de capital como porcentaje de los ingresos, y las inversiones de capital como porcentaje de la depreciación y la amortización. Finalmente, Fitch considerará las tendencias en las inversiones de capital como porcentaje de depreciación y amortización a fin de calcular el grado de reinversión en el negocio a través de los ciclos. La magnitud del porcentaje no es necesariamente tan importante como el que sea positivo (implicando una mayor inversión en el negocio), neutral (implicando una reinversión balanceada en el negocio) o negativo (lo cual implica una reducida inversión en el negocio).

Exposición de Contraparte: Con respecto a las cámaras de compensación, Fitch evalúa las concentraciones de los miembros liquidadores y los pasos que lleva a cabo la cámara para monitorear y minimizar la exposición individual a miembros liquidadores. Adicionalmente, Fitch revisa las contribuciones al fondo de garantía por miembro liquidadores, las diez principales exposiciones de contraparte, la cobertura del fondo de garantía de las más grandes exposiciones de contraparte, y los depósitos de margen (por clase de activo) en comparación con los respectivos volúmenes. Fitch también revisa los límites que establecen las cámaras de compensación a los miembros liquidadores y las medidas tomadas cuando dichos límites son sobrepasados.

Los CSDs con licencia bancaria usualmente tienen un riesgo crediticio limitado, típicamente relacionado con créditos para facilitar las liquidaciones y las inversiones en activos financieros. Fitch revisará la calidad de estas inversiones y contrapartes revisando sus respectivos controles y evaluaciones internas de riesgo crediticio, así como las calificaciones de contrapartes, cuando fuere aplicable.

Anexo 1: Indicadores Clave

Indicadores Clave de Capitalización y Apalancamiento

Índice	Definición	Casas de Bolsa	Cámaras de Compensación	CSDs sin Licencia Bancaria	CSDs con Licencia Bancaria
Deuda Bruta/EBITDA	Deuda bruta dividida por EBITDA, con ajustes por significativos rubros de no efectivo tales como la compensación que no sea en efectivo	✓	✓	✓	
Deuda Neta/EBITDA	Deuda neta definida como efectivo menos la deuda pendiente dividida por EBITDA	✓	✓	✓	
Deuda ajustada por arrendamiento/EBITDAR	Deuda bruta ajustada por el valor presente neto de los pagos por arrendamiento u 8.0x los gastos por arrendamiento, dividido por EBITDA ajustado por el más reciente gasto por arrendamiento, cuando sea aplicable	✓	✓	✓	
Flujo de Efectivo Libre/ Deuda Bruta	Efectivo neto proveniente de operaciones menos inversiones y dividendos dividido entre deuda bruta	✓	✓	✓	
Deuda Bruta/Capital Tangible	Deuda bruta dividida por capital tangible		✓		✓
Deuda Bruta/FCC	Deuda bruta dividida por FCC		✓		✓
FCC/Riesgos Ponderados	FCC dividido por riesgos ponderados				✓
Indicadores de Capital Regulatorio (cuando sea aplicable)					✓

Nota: FCC se define como el capital de los accionistas, menos el capital híbrido reportado como capital, participaciones minoritarias reportadas fuera del capital, menos participaciones minoritarias no percibidas por Fitch como absorbentes de pérdidas, menos crédito mercantil y todos los demás intangibles, menos activos por impuestos diferidos no elegibles OK, +/- el valor justo del propio riesgo crediticio, menos tramos de primeras pérdidas de bursatilizaciones retenidas fuera del balance, menos intereses de compañías de seguros de vida/cobertura. Fuente: Fitch.

Indicadores Clave de Fondeo, Liquidez y Cobertura

Índice	Definición	Casas de Bolsa	Cámaras de Compensación	CSDs sin Licencia Bancaria	CSDs con Licencia Bancaria
EBITDA / Gasto por Intereses	EBITDA ajustado por significativos rubros de no efectivo como múltiplo de gasto por intereses.	✓	✓	✓	✓
EBITDAR / Cobertura de Interés	EBITDA ajustado por el más reciente gasto por arrendamiento como múltiplo de gasto por intereses ajustado por el más reciente gasto por arrendamiento.	✓	✓	✓	✓
Efectivo & Valores Negociables No Restringidos (inversiones)/Deuda de Corto Plazo	Efectivo & valores negociables (inversiones) no restringidos divididos por la deuda de corto plazo.		✓		✓

Fuente: Fitch.

Indicadores Clave de Ganancias y Rentabilidad

Índice	Definición	Bolsas	Cámaras de Compensación	CSDs sin Licencia Bancaria	CSDs con Licencia Bancaria
Margen EBITDA	EBITDA ajustado por significativos rubros de no efectivo tales como la compensación que no sea en efectivo como porcentaje de los ingresos totales	✓	✓	✓	
Tasa por Contrato	Volumen del contrato dividido por los ingresos totales	✓	✓		
Inversiones de Capital (Capex)/ Ingresos	Inversiones de Capital divididas por los ingresos totales	✓	✓	✓	✓
Inversiones de Capital (Capex)/ Depreciación & Amortización	Inversiones de Capital divididas por la depreciación y la amortización	✓	✓	✓	✓
Costos Operacionales/ Comisiones	Costos operacionales divididos por las comisiones.				✓

Fuente: Fitch.

Anexo 2: Limitaciones

Esta metodología sigue las mismas limitaciones generales destacadas en los reportes de Fitch titulados "*Metodología Global de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias*" y "*Metodología Global de Calificación de Bancos*", ambos con mayo 29, 2015, y en las páginas de Definiciones de Calificaciones y Otras Escalas bajo las Definiciones de Calificaciones en el sitio web de Fitch en www.fitchratings.com.

Fitch no utiliza "ponderaciones" pre-establecidas para cada uno de los factores determinantes de calificación o para los diversos elementos dentro de cada factor, dado que las ponderaciones adecuadas pueden cambiar en circunstancias particulares. Como guía general, cuando un área es significativamente más débil que otras, este elemento tiende a atraer un mayor peso en el análisis. No todos los factores de calificación en esta metodología pueden aplicarse a cada bolsa, cámara de compensación o CSD o a cada acción de calificación. Cada Comentario de Acción de Calificación o informe de calificación específico presentará los factores más relevantes para la calificación individual o la acción de calificación.

Típicamente Fitch solo asigna IDRs y calificaciones de emisiones a las FMIs, generalmente a nivel de la compañía matriz.

Fitch reconoce el entorno regulatorio y de negocio de rápida evolución que enfrentan las FMIs, y el relativamente pequeño universo de entidades calificadas. Estos factores pueden ocasionar que algunos enfoques descritos en la metodología requieran ser modificados, y dichos casos típicamente serían destacados en los comentarios de calificación específicos de la compañía. Fitch espera que con el tiempo el marco pueda evolucionar para asumir una mayor consistencia.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: HTTP: / / FITCHRATINGS.COM / UNDERSTANDINGCREDITRATINGS. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, 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 © 2015 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un 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, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.