Metodología de Calificación para Sociedades de Corretaje de Valores

Metodología de Calificación de Sector Específico

Este informe es una traducción del reporte titulado "Securities Firms Criteria" publicado el 31 de enero de 2014.

Alcance

Este informe de metodología aplica a las sociedades de corretaje de valores a nivel mundial cuyas principales actividades incluyen típicamente el corretaje de valores, la asesoría financiera, la banca de inversión y/o la comercialización de valores. Las sociedades cuya actividad única o principal es de asesoría o que son meramente corredores interbancarios (IDBs por sus siglas en Ingles), que llevan a cabo operaciones de intermediación principalmente sobre una base de valor de activos equivalente y acarrear un mínimo riesgo en sus balances generales, pueden ser evaluadas de manera diferente a aquellas sociedades que son más [intensivas en la utilización de su balance].

Las sociedades evaluadas bajo estos lineamientos pueden estar organizadas bajo distintos marcos jurídicos, dependiendo del modelo de negocios y de la jurisdicción legal. Los modelos de negocio pueden variar significativamente y las evaluaciones de calificación serán adaptadas en consecuencia. Este informe de metodología puede ser utilizado en conjunto con el Informe de Metodología Maestra para Instituciones Financieras de Fitch Ratings para ser aplicados en las operaciones de valores de los bancos universales.

Factores Clave de Calificación

Entorno Operacional: El área geográfica de operación y la exposición a diferentes clases de activos y líneas de negocio de una sociedad de corretaje de valores son consideraciones importantes, mismas que podrían limitar su calificación. Fitch pone especial énfasis en la profundidad y liquidez de los mercados, la sofisticación de los productos y de los inversionistas, la fuerza de los marcos regulatorios asociados y las limitaciones de techo país.

Perfil de la Empresa: Fitch evalúa la fortaleza de una empresa en sus principales líneas negocio y productos, la diversificación de dichas actividades y la medida en que la escala ofrece eficiencias o ventajas competitivas. La transparencia del modelo de negocio es importante y la complejidad puede ser una limitante de calificación.

Administración: El conocimiento y la experiencia de la administración y de la Junta Directiva son evaluados en relación con las principales actividades de negocio de la empresa. También se consideran la razonabilidad de la estrategia de la empresa y la capacidad para alcanzar tales metas, al mismo tiempo que se ponderan los riesgos y beneficios derivados.

Apetito de riesgo: La profundidad y sofisticación de los sistemas de administración de riesgo en relación con el perfil de riesgo del negocio son importantes factores determinantes de calificación. También es crítico contar con el personal apropiado y con una cultura para manejar el riesgo crediticio, de mercado, operacional y de reputación. La exposición a actividades de negocios más volátiles o por cuenta propia se consideraría como factor determinante de calificación negativo, sin embargo puede ser balanceada contra negocios no-correlacionados o mayores reservas de capital y liquidez.

Perfil financiero: La magnitud del riesgo de fondeo mayorista es considerada en relación a la sostenibilidad y diversidad del ingreso a través de los ciclos de mercado, los niveles de apalancamiento ajustados al riesgo, la proporción de activos líquidos libres de gravamen, y los amortiguadores de capital internos y regulatorios..

Metodologías Relacionadas

Metodología de Calificación Global de Instituciones Financieras (Febrero 2014)

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

Calificación de Subsidiarias Financieras y Holdings Bancarios (Septiembre 2012)

Evaluación del Gobierno Corporativo (Marzo 2013)

Treatment and Notching of Hybrids in Nonfinancial Corporate and REIT Credit Analysis (December 2012)

Contactos

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

Bridget Gandy
+44 20 3530 1095
bridget.gandy@fitchratings.com

Joo-Yung Lee
+1 212 908 0560
joo-yung.lee@fitchratings.com

James Longsdon
+44 20 3530 1076
james.longsdon@fitchratings.com

Mark Young
+65 6796 7229
mark.young@fitchratings.com

Franklin Santarelli
+1 212 908 0739
franklin.santarelli@fitchratings.com

Rango de Calificación Típico: En la ausencia de apoyo institucional de una matriz altamente calificada, las calificaciones de las sociedades de corretaje de valores se ubican por lo general en el rango de calificación 'BBB' a 'BB' para reflejar la dependencia en el fondeo mayorista, la ciclicidad del negocio y la exposición a los riesgos crediticios y de mercado. En los casos limitados de sociedades de corretaje de valores ampliamente diversificadas que cuentan con franquicias dominantes es factible que puedan alcanzarse calificaciones en la categoría de 'A'.

Cambios Clave a la Metodología

Este informe actualiza y reemplaza el informe global de metodología de sector-específico titulado Metodología de Calificación para Sociedades de Corretaje de Valores, de fecha 15 de Agosto de 2012. Los cambios se enfocan principalmente en proveer una más clara articulación del enfoque analítico de Fitch, particularmente las distintas consideraciones analíticas y métricas entre aquellas sociedades de corretaje de valores que participan en actividades intensivas de capital (uso del balance) y aquellas que participan en actividades que requieren un capital mínimo. En los Anexos 1 y 2 se muestra un resumen de las características de calificación clave por categoría, y las definiciones e indicadores clave se muestran en el Anexo 3. Los cambios en la metodología no tienen impacto sobre las calificaciones.

Tabla 1

Cambios Clave a la Metodología de Sociedades de Corretaje de Valores

Cambio Clave	Impacto de Calificación Directo
Mayor diferenciación de las consideraciones analíticas y de los indicadores financieros clave entre aquellas sociedades que llevan a cabo actividades intensivas de capital (uso del balance general) y aquellas que llevan a cabo actividades que requieren un capital mínimo.	Ninguno
Reconocimiento explícito de que, en la ausencia del soporte institucional de una matriz altamente calificada, las calificaciones asignadas a las sociedades de corretaje de valores por lo general se ubican en el rango de 'BBB' a 'BB'; en los casos limitados de sociedades de corretaje de valores ampliamente diversificadas con franquicias dominantes es factible que se alcancen calificaciones en la categoría 'A'.	Ninguno
Inclusión de un resumen de características clave de calificación por categoría de calificación (ver Anexos 1 y 2)	Ninguno

Ver Anexo 3 para obtener definiciones. Fuente: Fitch

Factores Clave de Calificación

En consonancia con el Informe de Metodología Maestra de Fitch para IF, los cinco factores determinantes de calificación clave que Fitch considera en su análisis de calificación de las sociedades de corretaje de valores son el entorno operacional, el perfil de la empresa, la administración, el apetito de riesgo y el perfil financiero. Estos factores de calificación tienen varios subsectores de consideración analítica, y en ciertos casos, tales como en el caso del riesgo de mercado y del perfil de fondeo, pueden tener diferentes niveles de énfasis en relación con el Informe de Metodología Maestra para IF.

La tabla a continuación describe las principales actividades de negocio que llevan a cabo las sociedades de corretaje de valores, y cómo Fitch considera el grado de uso del balance, riesgo y rentabilidad asociados a tales acciones. La tabla no es exhaustiva ni pretende capturar todas las actividades emprendidas por las sociedades de corretaje de valores. Ciertas actividades, como los préstamos y la administración de inversiones, se superponen con las llevadas a cabo por los bancos; por lo tanto, se describen con mayor detalle en el Informe de Metodología Maestra para IF.

Informes Relacionados

[Viability Ratings: An Introductory Primer \(July 2011\)](#)

[Stressed VaR: Helping To Monitor Trading Risks \(April 2012\)](#)

[Fitch Core Capital: The Primary Measure of Bank Capitalisation \(January 2012\)](#)

[Fitch Fundamentals Index – U.S. Index Trend Analysis – 3Q13 \(October 2013\)](#)

Tabla 2

Características de Riesgo de las Principales Actividades de Negocios de las Sociedades de Corretaje de Valores

Actividad	Uso del Balance General	Nivel de Riesgo	Nivel de Rentabilidad	Estabilidad de la Rentabilidad
Hacedores de Mercado de Valores (market makers)	Alto	Alto	Medio	Cíclica
Corretaje Principal	Alto	Alto	Medio	Cíclica
Intermediación por Cuenta Propia	Alto	Alto	Medio	Cíclica
Suscripción de Valores	Alto	Medio	Alto	Cíclica
Créditos	Alto	Medio	Bajo	Cíclica
Corretaje de Valores	Bajo	Medio	Bajo	Cíclica
Asesoría Financiera	Bajo	Bajo	Medio	Cíclica
Servicios Posteriores a la Intermediación	Bajo	Bajo	Bajo	Cíclica
Administración de Inversiones	Bajo	Bajo	Medio-a-Alto	Cíclica

Fuente: Fitch

Ciertas sociedades de corretaje de valores, tales como los grandes corredores diversificados a nivel mundial, llevan a cabo una amplia gama de actividades con diversos grados de riesgo, de asignación de capital y de usos del balance, tal como se describe en la tabla anterior. La diversidad de las actividades también puede servir para mejorar la estabilidad y la diversidad de las ganancias. Por ejemplo, muchos corredores de venta minorista están expandiendo sus actividades más allá del corretaje de valores, incluyendo préstamos y la administración de patrimonios. Otros tipos de sociedades de corretaje de valores son más especializadas, tales como las IDB, que se dedican principalmente al corretaje de valores, así como a los servicios posteriores a la intermediación. El corretaje de valores es visto como un negocio de riesgo medio con bajos márgenes y un perfil de ganancia cíclico, pero de poco uso del balance.

En el caso de las sociedades de corretaje de valores con limitadas actividades intensivas en el balance, tales como las IDB o las empresas de asesoría, las métricas de flujo de efectivo que generalmente se utilizan para el análisis corporativo no financiero son más importantes en el análisis de las calificaciones que las medidas de rentabilidad y apalancamiento estándar de las IF. Las empresas con relativamente pocos activos en el balance son más directamente dependientes de los flujos de efectivo para cumplir con sus obligaciones.

Entorno Operacional

El punto de inicio para el análisis de Fitch de las sociedades de corretaje de valores es una comprensión del entorno operacional de la empresa. El domicilio y el área geográfica de operación de las sociedades de corretaje de valores pueden ser factores limitantes de su calificación. La calificación también podría verse limitada por las clases de activos escogidas por la empresa o líneas de negocio específicas. Por ejemplo, una empresa activa principalmente en valores altamente líquidos en mercados ampliamente desarrollados usualmente tendrá menos restricciones en la calificación comparado con una que opera en mercados ilíquidos o menos activos. Esto es debido a la diferente capacidad para determinar valuaciones de títulos y la necesidad potencial para financiar activos menos líquidos por plazos mayores. Las calificaciones de una sociedad de corretaje de valores podrían ser limitadas aún más por limitaciones de techo país.

Los requerimientos regulatorios para las sociedades de corretaje de valores varían dependiendo de la forma y jurisdicción legal, y continúan evolucionando. Las regulaciones suelen beneficiar a los acreedores, y en consecuencia, a las calificaciones, en la medida que restrinjan el potencial apalancamiento, aumenten la liquidez, mejoren la transparencia y resulte antieconómico involucrarse en actividades de más alto riesgo.

Sin embargo, cualquier beneficio de calificación potencial sería contrarrestado frente a los efectos adversos de la regulación, tales como las restricciones de operaciones de

comercialización de valores o más altos cargos de capital en ciertos productos o partes de un negocio que disminuyen las actividades o la rentabilidad y hacen a los negocios menos viables. Un movimiento resultante hacia actividades menos reguladas y potencialmente más riesgosas también se consideraría un factor negativo de calificación.

Las sociedades más pequeñas podrían verse en desventaja por regulaciones más onerosas, ya que podrían no tener la escala para soportar las cargas que impone un régimen regulatorio en particular. Fitch indicará en sus reportes si las nuevas regulaciones afectan a los productos más importantes de las sociedades y se convierten en un factor determinante de calificación.

Los cambios regulatorios en la industria de valores pueden también resultar en un cambio del negocio a nuevos o diferentes participantes de mercado, los cuales podrían afectar de manera adversa la rentabilidad (y potencialmente las calificaciones) de los participantes del mercado correspondientes. Por ejemplo, las nuevas regulaciones hoy en día incentivan la liquidación de derivados a través de contrapartes centrales oficialmente reconocidas en lugar de sociedades de corretaje de valores.

Perfil de la Empresa

La franquicia de una sociedad de corretaje de valores es un factor determinante de calificación clave. Los factores de calificación en esta área incluyen una estimación de la participación de mercado, experiencia en el negocio y trayectoria. La experiencia y especialización de productos pueden crear y mejorar el valor de la franquicia de una empresa. Cuando están disponibles, Fitch evalúa información pública de mercado, las cuales podrían incluir estudios de la industria, tablas comparativas de suscripción, premios de la industria y diversas publicaciones de la industria, a fin de evaluar el valor de la franquicia de la empresa y su participación de mercado.

Las sociedades de corretaje de valores líderes del mercado con una oferta de productos más amplia a través de las clases de activos y ubicaciones geográficas tienden a tener calificaciones más altas en comparación con aquellas sociedades que tienen un enfoque de nicho. Sin embargo, la transparencia del modelo de negocios es importante y la complejidad puede ser una limitación en la calificación. El tamaño y la profundidad de la base de clientes también son importantes. Las sociedades más grandes con mayores volúmenes de transacciones pueden usualmente ofrecer una mayor liquidez en la oferta de productos y acceder a una gama más amplia de los mismos. La escala de operaciones brinda ventajas en precio, ya que los costos se reparten en un mayor número de transacciones.

Los participantes de nicho con una franquicia fuerte comprobada y poder para establecer precios en su área en particular también pueden alcanzar calificaciones de grado de inversión, dependiendo de su modelo de negocios, perfil de riesgo, apalancamiento y balance. Las calificaciones de las sociedades de corretaje de valores que son subsidiarias de bancos o de sociedades tenedoras de bancos son a menudo impulsadas por el soporte potencial provisto por sus matrices, dependiendo de varias consideraciones, incluyendo importancia estratégica, el grado de integración y el tamaño relativo. Las calificaciones de holdings de sociedades de corretaje de valores podrían ser alineadas con aquellas de las subsidiarias operadoras, o se les podría aplicar un *notching* hacia abajo dependiendo del análisis de diversos factores, incluyendo la liquidez de la tenedora, doble apalancamiento, rentabilidad, flujo de efectivo y nivel de complejidad. Un análisis más detallado de empresas tenedoras se encuentra en el Informe de Metodología de Fitch, Calificación de Subsidiarias y Empresas Holding de IF (ver Metodologías Relacionadas).

Administración

La evaluación que hace Fitch de la administración y del gobierno corporativo de una sociedad de corretaje de valores se lleva a cabo de conformidad con lo descrito en el Informe de Metodología Maestra de Fitch para IF. La integridad y trayectoria de la administración es una parte importante del análisis de la calificadora, junto con los controles y revisiones impuestos a la administración por las estructuras internas de gobierno corporativo de la empresa. El

enfoque de Fitch para analizar el gobierno corporativo se explica en otro reporte de metodología titulado *Evaluando el Gobierno Corporativo* (ver bajo Metodologías Relacionadas). Fitch enfatiza de manera particular la evaluación del conocimiento y experiencia de la administración y del consejo con respecto a los principales productos de la empresa.

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

El riesgo del hombre clave (*Key manRisk*) es más probable que sea una consideración de calificación importante en las empresas privadas o sociedades, lo cual puede ser mitigado con un buen plan de sucesión.

La búsqueda del lucro personal como resultado de las transacciones es más alentado entre sociedades de corretaje de valores dada la estructura de sus esquemas de compensaciones de los operadores de intermediación, con bonos estrechamente ligados a las ganancias. Cuando la divulgación lo permite, Fitch analiza la administración y sus controles con respecto a las compensaciones en estas empresas. Las mejores prácticas se basan en un comité de compensaciones independiente y una política de compensaciones establecida y consistente que tenga como objetivo alinear la compensación con los intereses de mediano plazo de la empresa, más que con los intereses de corto plazo de los individuos.

La evidencia de una fundamentalmente débil administración o gobierno corporativo en una sociedad de corretaje de valores, que podría tornar a los tenedores de deuda vulnerables a potenciales pérdidas crediticias importantes sería considerada como un factor de calificación negativo, y que en su caso sería destacado en el análisis publicado por Fitch.

Apetito por el Riesgo

Las principales consideraciones en la evaluación de Fitch del apetito por el riesgo de las sociedades de corretaje de valores en gran medida reflejan las descritas en el Informe de Metodología Maestra para IF. Sin embargo, algunos puntos que se resaltan en dicho informe ameritan un mayor énfasis o detalle.

Los riesgos clave para la mayoría de las sociedades de corretaje de valores y por consecuencia, las áreas en las que la experiencia y enfoque de la administración suelen centrarse, son el riesgo de mercado, operacional, de reputación y crediticio. El riesgo de mercado directo es más prominente en el caso de las sociedades de corretaje de valores que participan en actividades de [creación de mercado. Sin embargo, las empresas de asesoría y las IDB están expuestas al riesgo de mercado de manera secundaria] en el sentido que son dependientes de la actividad de fusiones y adquisiciones y los volúmenes de transacciones de intermediación, respectivamente, para apoyar el crecimiento. En el análisis de riesgo crediticio de las sociedades de corretaje de valores, se hace énfasis en los riesgos de contraparte y de liquidación, y en el riesgo crediticio en cualquier posición de deuda ilíquida o préstamo que tengan o las garantías que hayan otorgado.

Una administración de riesgos sólida y continua es vital para la sobrevivencia de la mayoría de las sociedades de corretaje de valores; por lo tanto, la evaluación de la cultura y administración de riesgo de una entidad es un factor clave en el análisis de calificación. Una empresa que sólo da servicios de asesoría tendrá menos exposición al riesgo, pero estará sujeta a una mayor ciclicidad en la rentabilidad. Es poco probable que una fuerte administración de riesgo mejore por sí sola a una calificación, sin embargo debilidades identificadas en la administración de riesgo a menudo pueden bajar una calificación.

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

Los riesgos asumidos son función de los mercados de operación seleccionados, del nivel de operaciones de intermediación por cuenta propia en relación al flujo de clientes, de la participación en negocios alternos que generen comisiones, y de las características de la base de clientes (institucionales, banca privada o minorista). La diversificación por actividad de negocios, base de clientes y/o región podría ayudar a mitigar el riesgo y en consecuencia, a beneficiar a las calificaciones, pero solo cuando Fitch espera que los riesgos no tengan una mayor correlación en eventos de mercado extremo, que a menudo es el caso. La amplia participación en los mercados, y/o la presencia de una fuerte base de clientes minoristas u otros negocios que generen comisiones, podrían brindar apoyo a negocios más volátiles o cíclicos y ser una consideración positiva para la calificación.

Riesgo de Mercado

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

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

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

Además de evaluar el tamaño y las razones de los movimientos en las cifras de riesgo reportadas, el análisis de Fitch del riesgo de mercado se enfoca en las herramientas que utiliza una empresa para medir y administrar el riesgo. Éstas por lo general incluyen el valor-en-riesgo (*value-at-risk VaR*), los límites de pérdidas (*stop-loss limits*), límites de concentración, análisis de sensibilidades y pruebas de estrés.

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

Fitch evalúa la idoneidad de las medidas de riesgo comparándolas con las pérdidas reales

Tabla3

Indicadores Clave de Riesgo de Mercado

Sociedades con alto uso del balance general	Sociedades con bajo uso del balance general
VaR promedio/FCC	N/D
Stressed VaR Fitch/FCC	
Índice de Eficiencia de Intermediación	
Ingreso por Transacción Principal/Ingreso Total	

Ver Anexo 3 para obtener definiciones.
Fuente: Fitch

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

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

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

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

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

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

Riesgos de Operación, de Litigio y de Reputación

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

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

El riesgo operacional puede tener potencialmente un efecto más pronunciado en los negocios menos diversificados, donde un déficit operacional puede resultar en daños temporales o

permanentes a la franquicia central de la empresa. Las empresas de asesoría son típicamente menos dependientes de la tecnología que las sociedades de corretaje, por lo que por lo general el riesgo operacionales mucho menos preocupante que el riesgo de reputación.

Los problemas con los sistemas ocurren de manera más frecuente en el desarrollo e implementación de nuevos productos y cuando las empresas se someten a actualizaciones de sistemas, destacando la importancia de la inversión en los sistemas de *front-, middle- y back-office* en consonancia con la naturaleza del negocio. La acumulación de acuerdos, resoluciones, y quejas de los clientes o un historial de problemas con el custodio de la sociedad pueden ser indicativos de insuficiente personal de *back office*.

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

Fitch considera el riesgo de reputación como un factor de calificación muy importante, y evalúa el rigor de las políticas y procesos puestos en marcha para garantizar la adecuada investigación de todos los riesgos. Por ejemplo, el lanzamiento de nuevas actividades importantes de negocio debe ser precedido por la apropiada consideración de los riesgos crediticios, de mercado, operacionales y de reputación asociados, y su efecto sobre la franquicia global.

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

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

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

Riesgo Crediticio

El nivel de riesgo crediticio entre las sociedades de corretaje de valores varía substancialmente. Algunas empresas registran volúmenes importantes de los activos en sus balances por más de sólo un corto plazo, y en los casos en que éstos son en gran medida instrumentos de deuda o préstamos, con riesgos más similares a los de los bancos tradicionales, el análisis de riesgo crediticio de Fitch se lleva a cabo de acuerdo al descrito en su Informe de Metodología Maestra para IF. Algunas sociedades de corretaje de valores también tienen exposición a riesgos crediticios a través de la extensión de préstamos, el

depósito de activos con bursatilización o financiamiento estructurado pendiente, y de productos apalancados a través de derivados.

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

El [riesgo de liquidación es todavía a menudo el mayor riesgo crediticio para los negocios de transacciones de valores. Los límites crediticios son por lo general establecidos por separado para el riesgo de [liquidación y las transacciones de largo plazo. Fitch determina si las empresas tienen un departamento de riesgo crediticio independiente de las mesas de venta y transacciones de valores que determine los límites contraparte, monitoree activamente el uso, y reporte las violaciones. Fitch también busca entender los parámetros de riesgo de las sociedades de corretaje de valores con respecto a la calidad crediticia de los principales custodios utilizados.

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

El análisis de Fitch de sociedades de corretaje de valores busca considerar el área gris entre el riesgo de mercado y el crediticio en los activos de intermediación. La opinión de mercado sobre el riesgo crediticio puede ser tan importante como el incumplimiento real y el riesgo de pérdida cuando los activos no pueden financiarse hasta el vencimiento y la empresa depende de la venta de activos para cubrir las necesidades de liquidez. Por otro lado, el riesgo de mercado a menudo puede transformarse en riesgo crediticio después de eventos de estrés. En los mercados emergentes, el riesgo crediticio/de liquidación aún puede ser significativo. Fitch evalúa el nivel de entregas "libres de pago" (en contraste al pago en la entrega) particularmente de cerca en los mercados emergentes, donde el pago puede no estar a la vista tan rápidamente.

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

En la medida en que Fitch es capaz de determinar y evaluar la exposición de una sociedad de corretaje de valores a los riesgos de bursatilización, los tramos de primera pérdida de las bursatilizaciones fuera del balance se deducen del cálculo del indicador *FitchCore Capital*. La

calificadora también puede agregar estos riesgos al balance si aún no están reportados como tal.

Perfil Financiero

Los elementos clave de la evaluación de Fitch del perfil financiero de la mayoría de las sociedades de corretaje de valores son la rentabilidad, el fondeo y liquidez, y la capitalización y el apalancamiento.

Rentabilidad

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

La diversificación y la estabilidad de los ingresos durante varios ciclos de mercado, particularmente durante importantes eventos de estrés en el mercado, son elementos clave del análisis de la calificadora. La calificadora también revisa el control de costos, la flexibilidad y la variabilidad de los gastos (con especial énfasis en las políticas de compensación), y el seguimiento del desempeño en comparación con los pares de la empresa, así como proyecciones o expectativas. Fitch incorpora en su evaluación las expectativas sobre la fortaleza y mezcla de las líneas de negocio de una empresa.

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

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

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

Fitch analiza los niveles e indicadores de compensación y gastos totales por tendencia y, generalmente, en relación con los pares de la industria. La calificadora primero evalúa la

Tabla 4
Indicadores Clave de Rentabilidad

Sociedades con alto uso del balance	Sociedades con bajo uso del balance
ROAE Ajustado	Margen EBITDA
Rentabilidad Operacional/Capital Promedio	
Gasto Operacional/Ingreso	
Compensación/Ingreso Neto	

Ver Anexo 3 para obtener definiciones.
Fuente: Fitch

variabilidad de la base de gastos de una empresa en relación a sus líneas de negocio. Para las sociedades de corretaje de valores, los costos de compensación son por lo general los más grandes de estos componentes variables, pero la flexibilidad está a veces limitada en un entorno de contratación competitivo. Los gastos de compensación son a menudo analizados como porcentaje de los ingresos netos, para determinar los costos en relación con los niveles de actividad. La estabilidad del indicador de compensación a través de varios ciclos de ingresos es una medida importante de la flexibilidad de la estructura de costos.

Fitch evalúa la eficacia de la política de compensación – principalmente los bonos – de una empresa para controlar los gastos de compensación. Esto incluye el grado en que los bonos están vinculados al desempeño individual o de la empresa, se distribuyen a lo largo del tiempo, o son pagados en acciones o en opciones en lugar de en dinero en efectivo.

La capacidad de una empresa para retener empleados de calidad afecta su capacidad para mantener su franquicia y flujo de negocios. Por lo tanto, el gasto de compensación como porcentaje de los ingresos netos es un indicador importante que potencialmente podría limitar las calificaciones en caso de que fuese desmedido. Sin embargo, la mezcla de negocio es una consideración importante en la evaluación de este indicador, ya que ciertas líneas de negocio pueden requerir mayor o menor infraestructura y soporte de personal.

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

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

Fondeo y Liquidez

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

Fitch considera la dependencia de las sociedades de corretaje de valores en el fondeo mayorista como una limitante de calificación, que típicamente limita las calificaciones a la

Tabla 5
Indicadores Clave de Fondeo y Liquidez

Sociedades con alto uso del balance	Sociedades con bajo uso del balance
Activos Líquidos/ Fondeo CP	Activos Líquidos/ Fondeo Corto Plazo
Fondeo LP/ Activos Ilíquidos	EBITDA/Gasto por Interés

Ver Anexo 3 para obtener definiciones.
Fuente: Fitch

categoría de calificación 'BBB'. Las calificaciones en la categoría 'A' pueden potencialmente ser alcanzadas en casos excepcionales tales como niveles muy bajos de apalancamiento y/o una franquicia líder y ampliamente diversificada.

Una relativamente alta proporción de los endeudamientos y préstamos de las sociedades de corretaje de valores está asegurada por garantías de valores líquidos. La liquidez se puede evaporar cuando las contrapartes de los repos y los principales clientes de corretaje se retiran como resultado de eventos negativos de estrés en el mercado que generan pérdidas reales o percibidas, investigaciones regulatorias, o acusaciones de fraude. Aunque las sociedades de corretaje de valores no son las únicas entidades afectadas por los cambios en la elegibilidad del colateral, el aumento en los descuentos o importantes ampliaciones en los spreads de compraventa, sus calificaciones son mucho más sensibles a cambios en estos factores porque por lo general dependen de fuentes de fondeo más sensibles al crédito.

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

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

Fitch considera la flexibilidad financiera como un componente crítico de la calificación crediticia. La capacidad para sobrellevar las perturbaciones del mercado está directamente relacionada con la estabilidad del fondeo de una empresa y su apetito por riesgo por instrumentos de alto rendimiento menos líquidos o ilíquidos. Los activos de los corredores de valores por lo general consisten en gran medida de instrumentos financieros fácilmente transables, lo cual es considerado como un factor de calificación positivo.

Fitch evalúa el fondeo de activos ilíquidos, tales como la banca de inversión y valores de alto rendimiento (o especulativos), activos fijos, y capital privado, y supervisa en qué medida son financiados por deuda de largo plazo y capital. Fitch también evalúa cualquier requisito de fondeo contingente que pudiese enfrentar la empresa, tales como líneas de liquidez o facilidades de respaldo otorgadas, o el requerimiento de garantías adicionales que pudiera hacerse en caso de que las condiciones del mercado cambiaran.

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

Capitalización y Apalancamiento

Para aquellas sociedades de corretaje de valores que mantienen un volumen sustancial de activos en el balance o compromisos que podrían requerir financiamiento, Fitch sigue el análisis de capitalización que se describe en su Informe de Metodología Maestra para IFs. Para aquellos con relativamente pocos activos de riesgo, la evaluación de la cobertura de deuda se basa más en los flujos de efectivo, con un índice de deuda bruta /EBITDA de 1.5-2.5x de manera sostenida, generalmente es visto como consistente con calificaciones de la

Tabla 6
Indicadores Clave de Capitalización y Apalancamiento

Sociedades con alto uso del balance	Sociedades con bajo uso del balance
Apalancamiento Bruto Tangible	Deuda Bruta/ EBITDA
Apalancamiento Ajustado	
Apalancamiento Ajustado Neto	
Indicador de Capital de Nivel 1*	
FCC/RWA*	

*Aplicable solo a aquellas entidades sujetas a la regulación de Basilea. Ver Anexo 3 para obtener definiciones.
Fuente: Fitch

categoría 'BBB', sujeto a características de calificación acordes a los demás factores determinantes de calificación clave. Un índice de deuda bruta /EBITDA por encima de 3.0x, de manera sostenida, sería inconsistente con una calificación de grado de inversión.

En el caso de las IDB y otras sociedades de corretaje de valores, una gran parte del efectivo está comúnmente detenido en las subsidiarias para fines regulatorios y operacionales, de manera que el apalancamiento y la cobertura de interés (medidos por EBITDA/gasto por interés) sean mejor evaluados sobre cifras brutas. Fitch también considera el índice de deuda neta/EBITDA, pero reconoce que el exceso de efectivo puede ser consumido o utilizado de otra manera, particularmente durante períodos de estrés.

Además del conjunto de medidas de capitalización propias de Fitch, los planes de gestión de capital de una empresa y la percepción de sus modelos de capital económicos son importantes para las calificaciones. Fitch ve los modelos de capital económicos que influyen positivamente en las actividades empresariales y apoyan niveles de capital estables y robustos a través de un período prolongado de tiempo como algo positivo para las calificaciones. Cuando resulta relevante, Fitch monitorea los índices de capital regulatorio y los indicadores de resguardos relacionados al capital para asegurarse de que la firma no esté en peligro de caer en incumplimiento.

Las principales métricas de apalancamiento de Fitch en el análisis de sociedades de corretaje de valores que llevan a cabo un uso más intensivo del balance son el apalancamiento bruto tangible (activos tangibles sobre el índice *FitchCore Capital*, o su inverso) el apalancamiento ajustado (activos tangibles menos contratos de retroventa inversa sobre el *FitchCore Capital*, o su inverso) y el apalancamiento neto ajustado (activos tangibles menos contratos de retroventa inversa y valores tomados en préstamo sobre activos totales, o su inverso). Las definiciones de los tres indicadores están incluidas en la tabla que se muestra en la página 18. Particularmente para las instituciones que presentan información contable de acuerdo a los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (GAAP), Fitch hace ajustes adicionales al índice de apalancamiento bruto tangible cuando se hace posible con el fin de incorporar el neteo de los derivados, valores tomados en préstamo y contratos de retroventa inversa. Esto está diseñado para reflejar mejor el riesgo económico asociado a los derivados, valores tomados en préstamo y contratos de retroventa inversa al mismo tiempo que se aumenta la comparabilidad con las empresas que presentan informes bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIS).

Estos indicadores de apalancamiento evalúan la medida en que los activos que una empresa lleva en su balance son financiados con deuda. Los indicadores basados en activos reportados son preliminares, pero aún medidas importantes del apalancamiento real. Fitch también utiliza indicadores regulatorios ponderados al riesgo cuando están disponibles y lleva a cabo análisis adicionales, generalmente más cualitativo, para compensar por la falta de cualquier ponderación al riesgo y la ausencia de cualquier exposición fuera de balance en la métrica de activos totales.

Anexo 1: Características de Calificación de las Sociedades de Corretaje de Valores con Alto Uso del Balance

Los Anexos 1 y 2 describen diversas características de calificación de las sociedades de corretaje de valores según el grado en que incurren en riesgos del balance como parte de sus actividades operacionales. Puede no ser necesario para una entidad el cumplir con todas las características de calificación en una categoría de calificación determinada para alcanzar tal calificación. Además, el logro de la mayoría de las características no resultará necesariamente en la consecución de una categoría de calificación determinada.

Por ejemplo, una entidad que principalmente exhibe características de la categoría de calificación 'BBB' pero opera en un ambiente operacional débil o está sujeta a limitaciones de techo país puede ser calificada en categorías más bajas. Por el contrario, una entidad con varias características de la categoría 'BB' puede recibir una calificación más alta si opera con niveles de apalancamiento extremadamente bajos y una franquicia líder de negocio dentro de un muy fuerte entorno operacional.

Las características de calificación se presentan con respecto a la categoría 'A' o superior, la categoría 'BBB' o la categoría 'BB' o inferior. Fitch considera poco probable que una sociedad de corretaje de valores pudiese alcanzar calificaciones por encima de la categoría de calificación 'A' en la ausencia de apoyo institucional de una matriz altamente calificada u otros fuertes mitigantes de los riesgos de fondeo mayorista y de mercado, y la inherente ciclicidad del negocio.

Características de Calificación de Emisores Calificados en la Categoría 'A' o Superior

Entorno Operacional: Mercados amplios y bien establecidos que ofrecen liquidez y transparencia. Fuerte régimen regulatorio con marco de ejecución desarrollado y transparente. Techo país por lo menos acorde con la categoría de calificación.

Perfil de la Empresa: Franquicia de negocio líder con sólida reputación, escala significativa, productos de negocio y tipos de clientes ampliamente diversificados, y un historial demostrado de rendimiento superior.

Administración: Equipo de administración muy confiable con profundidad adecuada, experiencia y estabilidad. Objetivos estratégicos de mediano plazo bien articulados que equilibran de manera adecuada los riesgos y beneficios.

Apetito por Riesgo: Administración de riesgo superior en toda la empresa, demostrada trayectoria de minimizar pérdidas de operaciones de intermediación, exposición a contrapartes diversificadas y de alta calidad, y limitada actividad de intermediación por cuenta propia en relación al flujo de clientes y el capital disponible. Suficientes herramientas para medir y monitorear riesgos, incluyendo sólidas pruebas de estrés y estructuras de límite.

Perfil Financiero: Sostenible, ingreso diversificado a través de varios ciclos de mercado, apalancamiento ajustado sostenido de 15x o menor (o su inverso), una alta proporción de activos líquidos libres de gravamen en relación al fondeo mayorista, múltiples fuentes de fondeo contingente, e importante amortiguador en relación con los requisitos de capital internos y regulatorios.

Características de Calificación de Emisores Calificados en la Categoría 'BBB'

Entorno operacional: Mercados amplios y bien establecidos que ofrecen liquidez y transparencia. Fuerte régimen regulatorio con marco de ejecución desarrollado y transparente. Techo país al menos acorde con la categoría de calificación.

Perfil de la Empresa: Fuerte franquicia de negocio con suficiente reputación, escala y

diversidad de productos de negocio y clientes. Trayectoria de rendimiento demostrada, que también es consistente con o moderadamente por encima de la media entre pares.

Administración: Fuerte equipo de administración con profundidad adecuada, experiencia y estabilidad. Objetivos estratégicos de mediano plazo documentados que equilibran de manera adecuada los riesgos y beneficios.

Apetito por Riesgo: Efectiva administración de riesgo en toda la empresa, demostrada trayectoria de minimizar las pérdidas por operaciones de intermediación, exposición a contrapartes diversificadas y de alta calidad y poca actividad de intermediación por cuenta propia en relación al flujo de clientes y el capital disponible. Suficientes herramientas para medir y monitorear riesgos, incluyendo sólidas pruebas de estrés y estructuras de límite.

Perfil Financiero: Moderada concentración del ingreso y/o sensibilidad a los ciclos del mercado, apalancamiento ajustado sostenido de 15x o menor (o su inverso), suficientes activos líquidos libres de gravamen en relación al fondeo mayorista, y moderado amortiguador en relación con los requisitos de capital internos y regulatorios.

Características de Calificación de Emisores Calificados en la Categoría 'BB' o Inferior

Entorno Operacional: mercados menos sofisticados o menos líquidos con potencial de incremento en la volatilidad de los precios de los activos. Un ambiente regulatorio más débil o menos definido que pudiera no restringir los niveles de apalancamiento o la toma excesiva de riesgo. Techo país al menos acorde con la categoría de calificación.

Perfil de la Empresa: La franquicia de negocio aún no está del todo establecida/desarrollada, o alternamente, se ha deteriorado, escala insuficiente para alcanzar plenamente las eficiencias y ventajas competitivas, actividades de negocios concentradas o clientes que dejan a la empresa expuesta a una volatilidad de desempeño excesiva.

Administración: Equipo administrativo adecuado con profundidad aceptable, experiencia y estabilidad. Los objetivos estratégicos no se encuentran claramente articulados y/o están enfocados en objetivos de más corto plazo.

Apetito por Riesgo: los sistemas de manejo de riesgo de toda la empresa no están implementados o no se encuentran preparados para manejar/monitorear todas las actividades del negocio, evento(s) histórico(s) de pérdidas materiales por operaciones de intermediación, exposiciones contraparte concentradas o de menor calidad, operaciones de intermediación por cuenta propia desmedidas en relación con el capital disponible.

Perfil Financiero: Desempeño financiero volátil, costos fijos más altos que limitan la flexibilidad en épocas de recesión, apalancamiento ajustado en exceso de 15x (o su inverso), los activos libres de gravamen se encuentran limitados en tamaño y/o están confinados a activos de menor calidad o ilíquidos, uso de deuda de corto plazo para fondear activos ilíquidos, amortiguador de capital limitado en relación con los requerimientos regulatorios.

Anexo 2: Características de Calificación de las Sociedades de Corretaje de Valores con Poco Uso de su Balance

Características de Calificación de Emisores Calificados en la Categoría 'A' o Superior

Entorno Operacional: Mercados profundos o bien establecidos que ofrecen liquidez y transparencia. Régimen regulatorio fuerte con marco de ejecución desarrollado y transparente. Techo país al menos acorde a la categoría de calificación.

Perfil de la Empresa: Franquicia de negocios líder con fuerte reputación, escala significativa, productos y tipos de clientes ampliamente diversificados, y una trayectoria superior demostrada.

Administración: Muy confiable equipo administrativo con profundidad apropiada, experiencia y estabilidad. Objetivos estratégicos de mediano plazo bien articulados, los cuales equilibran riesgos y beneficios de forma adecuada.

Apetito por Riesgo: Sólida infraestructura operacional y entorno de control, con inversión importante y continua en sistemas y personal, según sea apropiado. Historial limitado de pérdidas operacionales y/o cargos por litigio. Riesgo de crédito/mercado bajo.

Perfil Financiero: Ingreso sostenible, diversificado a través de varios ciclos de mercado, deuda bruta/EBITDA menor a 1.5x, EBITDA/gasto por interés mayor a 6.0x, flujos de efectivo operacional y niveles de liquidez fuertes en relación a gastos de capital, necesidades operacionales y vencimientos de deuda de corto plazo.

Características de la Calificación de Emisores de Categoría 'BBB'

Entorno Operacional: Mercados profundos o bien establecidos que ofrecen liquidez y transparencia. Fuerte régimen regulatorio con marco de ejecución desarrollado y transparente. Techo país al menos acorde a la categoría de calificación.

Perfil de la Empresa: Fuerte franquicia de negocio con suficiente reputación, escala y productos/clientes diversificados. Trayectoria de desempeño demostrada, lo cual es también consistente con, o moderadamente por encima del promedio de sus pares.

Administración: Fuerte equipo administrativo con adecuada profundidad, experiencia y estabilidad. Objetivos estratégicos de mediano plazo documentados que equilibran de manera adecuada los riesgos y beneficios.

Apetito por Riesgo: Fuerte infraestructura operacional y entorno de control, con inversión importante y continua en sistemas y personal según corresponda. Historial limitado de pérdidas operacionales y/o cargos por litigio. Bajo riesgo crediticio/de mercado.

Perfil Financiero: Moderada sensibilidad de los ingresos respecto a los ciclos del mercado, deuda bruta/EBITDA 1.5-2.5x, EBITDA/gasto por interés mayor a 6.0x, flujos de efectivo operacionales y niveles de liquidez fuertes en relación con los gastos de capital, las necesidades operacionales y los vencimientos de deuda de corto plazo.

Características de Calificación de Emisores Calificados en la Categoría 'BB' o Inferior

Entorno Operacional: Mercados menos sofisticados y/o menos líquidos con potencial de aumento en la volatilidad de precios de los activos. Entorno regulatorio más débil o menos definido que podría no restringir los niveles de apalancamiento o la excesiva toma de riesgo. Techo país al menos acorde a la categoría de calificación.

Perfil de la Empresa: La franquicia del negocio no está aún del todo establecida/desarrollada o se ha deteriorado, insuficiente escala para alcanzar eficiencias y ventajas competitivas,

actividades de negocio o clientes concentrados que dejan a la empresa expuesta a una excesiva volatilidad de desempeño.

Administración: Equipo administrativo adecuado con profundidad, experiencia y estabilidad aceptables. Los objetivos estratégicos no están claramente articulados y/o están enfocados en objetivos de más corto plazo.

Apetito por Riesgo: Más débil estructura operacional y entorno de control, con límites en la inversión en sistemas y personal. Historia de pérdidas operacionales importantes y/o cargos por litigio.

Perfil Financiero: Ingreso concentrado y/o volátil con alta sensibilidad a ciclos del mercado, deuda bruta/EBITDA mayor a 2.5x, EBITDA/gasto por interés menor a 6.0x, flujos de efectivo operacional o amortiguador de liquidez limitado en relación a los gastos de capital, las necesidades operacionales y vencimientos de deuda de corto plazo.

Anexo 3: Indicadores Clave

Tabla 7
Indicadores Clave de Riesgo de Mercado

Sociedades con alto uso del balance		Sociedades con bajo uso del balance	
Indicador	Definición	Indicador	Definición
VaR Promedio/FCC	VaR de intermediación promedio período considerado como reportado y ajustado a un intervalo de confianza de 99% y un horizonte de mantenimiento de un día; la información es evaluada tanto incluyendo como excluyendo diversificación atribuida El índice <i>Fitchcore capital</i> (FCC) equivale al patrimonio, menos el capital híbrido reportado como capital, interés minoritario reportado fuera del capital, menos interés minoritario que no absorbe pérdidas de acuerdo a Fitch, menos crédito mercantil y otros intangibles, menos activos tributarios diferidos no elegibles, +/- valor en libros del riesgo crediticio propio, menos tramos de primeras pérdidas de las bursatilizaciones fuera del balance retenidas, menos intereses de la empresa en compañías de aseguramiento/seguro de vida	N/A	N/A
Stress VaR de Fitch/FCC	El <i>Stress VaR</i> de Fitch es calculado multiplicando el acumulado 10-días, 99% nivel máximo VaR por un factor de cinco; intentando capturar el riesgo de Mercado bajo condiciones de mercado extremadamente severas.		
Índice de Eficiencia de Intermediación	Principal ingreso por intermediación diario (anual/252 días) o (trimestral/63 días)/VaR de intermediación promedio (99%, 1-día, dólares) Mide qué tan exitosamente puede una institución convertir el riesgo en ingreso; entre más alto el valor, más exitosa es la institución		
Ingreso de Transacción Principal/Ingreso Total	Ingreso ganado por la empresa actuando como principal, tomando el riesgo de operaciones por cuenta propia como porcentaje del ingreso total		

Fuente: Fitch

Tabla 8
Indicadores Clave de Rentabilidad

Sociedades con alto uso del balance		Sociedades con bajo uso del balance	
Indicador	Definiciones	Indicador	Definiciones
ROAE Ajustado	Ingreso neto reportado, excluyendo operaciones descontinuadas, todos los ítems extraordinarios no-recurrentes y los efectos de CVA/DVA, como porcentaje del capital promedio reportado	Margen EBITDA	EBITDA con ajustes por importantes ítems no-monetarios, tales como gasto por compensación no-monetaria, como porcentaje del ingreso total
Utilidad Operacional/Capital Promedio	Utilidad operacional (utilidad antes de impuestos y antes de ingresos y gastos no-recurrentes y no-operacionales) como porcentaje del capital promedio reportado		
Gasto Operacional/Ingreso	Gastos Operacionales (incluyendo el gasto por interés) como porcentaje del ingreso total		
Compensación/Ingreso Neto	Compensaciones pagadas en el período como porcentaje del ingreso neto, sin incluir las compensaciones a corredores e intermediarios de transacciones (<i>traders</i>), si fuese posible		

Fuente: Fitch

Tabla 9
Indicadores Clave de Fondo y Liquidez

Sociedades con alto uso del balance		Sociedades con bajo uso del balance	
Indicador	Definiciones	Indicador	Definiciones
Activos Líquidos/Fondeo CP	Activos totales menos activos ilíquidos (definido abajo) como porcentaje del fondeo mayorista que vence dentro de 12 meses Activos ilíquidos típicamente incluyen: deuda de alto rendimiento + banca mercantil/especializada, inversiones en capital privado + préstamos a mercados emergentes + préstamos al consumidor + préstamos bancarios + crédito mercantil + intangibles + derivados de emisiones de mediano plazo de grado especulativo + otros activos + activos residuales de grado especulativo	Activos Líquidos/Fondeo CP	Definido a la izquierda
Fondeo LP/Activos Ilíquidos	Capital y endeudamiento de largo plazo como porcentaje de activos ilíquidos (como se define abajo)	EBITDA/Gasto por Interés	EBITDA con ajustes por importantes ítems no-monetarios, tales como gasto por compensación no-monetaria/gasto por interés, como múltiplo del gasto por interés

Fuente: Fitch

Tabla 10
Indicadores Clave de Capitalización y Apalancamiento

Sociedades con alto uso del balance		Sociedades con bajo uso del balance	
Indicador	Definiciones	Indicador	Definiciones
Apalancamiento Bruto	Activos totales dividido entre el capital total	Deuda bruta/EBITDA	Deuda bruta dividida entre EBITDA, con ajustes por importantes ítems no-monetarios tales como gastos en compensación no-monetaria
Apalancamiento Bruto Tangible	(Activos tangibles más <i>gross ups</i> de derivados, contratos de retroventa inversa y valores tomados en préstamo/ FCC Activos tangibles equivale a activos totales menos crédito mercantil e intangibles Derivados, contratos de retroventa inversa y los valores tomados en préstamo son redondeados (<i>grossed up</i>) por cualquier monto de neteo (<i>netting amounts</i>) que de otra manera serían excluidos de los montos reportados en el balance general		
Apalancamiento Ajustado	El FCC se define como el capital de los accionistas, menos el capital híbrido reportado como capital, intereses minoritarios reportados fuera del capital, menos intereses minoritarios no considerados por Fitch como absorbentes de pérdidas, menos crédito mercantil y todos los demás intangibles, menos activos tributarios diferidos no elegibles, +/- valor en libros del propio riesgo crediticio, menos tramos de primeras-pérdidas de bursatilizaciones retenidas fuera del balance, menos intereses de la empresa por aseguramiento/seguro de vida		
Apalancamiento Ajustado Neto	(Activos tangibles–contratos de retroventa inversa)/FCC (Activos tangibles–contratos de retroventa inversa–valores tomados en préstamo)/FCC		
Índice de Capital Nivel Primario*	Índice tal como reportado a los reguladores en la jurisdicción relevante; el cálculo es: el capital tal como lo definen los reguladores locales como porcentaje del activo ponderado al riesgo tal como lo definen los reguladores locales		
FCC/RWA*	FCC dividido por el activo ponderado al riesgo tal como reportado al regulador en la jurisdicción relevante		

*Aplicable solo a aquellas entidades sujetas a la regulación de Basilea.
Fuente: Fitch

Tabla 11
Balance General Simplificado y Cálculo de Indicadores de Capitalización

Identificador	Descripción	Valor	
Balance General Condensado			
A	Efectivo	15	
B	Valores tomados en préstamo (netos)	15	
C	Contratos de retroventa inversa (neto)	10	
D	Instrumentos Derivados (netos)	5	
	Inventario de Otros Valores	50	
E	Crédito Mercantil e Intangibles	5	
F	Activos Totales	100	
	Pasivos Totales	75	
G	Capital Híbrido	5	
	Capital	10	
	Ganancias Retenidas	10	
H	Capital Total	25	
Otras Entradas por Notas a los Estados Financieros			
I	Valores tomados en préstamo (brutos)	25	
J	Contratos de retroventa inversa (bruto)	20	
K	Instrumentos Derivados (brutos)	15	
L	Activos Ponderados al Riesgo	40	
Cálculos			
M	Activos Tangibles	95	=F-E
N	Fitch Core Capital	15	=H-G-E
O	Valores tomados en préstamo redondeados (Gross Up)	10	=I-B
P	Contratos de retroventa inversa redondeados (Gross Up)	10	=J-C
Q	Instrumentos Derivados redondeados (Gross Up)	10	=K-D
	Apalancamiento Bruto	4.0	=F/H
	Apalancamiento Bruto Tangible	8.3	=(M+O+P+Q)/N
	Apalancamiento Ajustado	5.7	=(M-C)/N
	Apalancamiento Neto Ajustado	4.7	=(M-B-C)/N
	FCC/RWA	37.5%	=N/L

Fuente: Fitch

Anexo 4: Limitaciones

Esta metodología incorpora las limitaciones generales de las calificaciones destacadas en el Informe de Metodología Maestra de Fitch para IFs (Metodología de Calificación de Instituciones Financieras Globales Febrero 14, 2014) y en las páginas de Definiciones de Calificaciones y Otras Escalas en el sitio internet de Fitch (www.fitchratings.com), agregándole algunas limitaciones adicionales.

Por ejemplo, con respecto a los otras IF, la dependencia de las sociedades de corretaje de valores en inversionistas con sensibilidad crediticia para su fondeo, expone a sus calificaciones a un importante riesgo de precipicio (*Cliff risk*) (es decir, múltiples reducciones en calificaciones), a medida que los inversionistas reaccionan rápidamente a la divulgación de un evento o cuando hay una caída repentina en la liquidez del mercado. Esto contrasta con la migración gradual de las calificaciones como resultado de un deterioro en el desempeño financiero o un aumento en el apalancamiento que por lo general afecta a los emisores corporativos.

En una base por emisor específico y/o con respecto a una jurisdicción en particular, podrían también existir limitaciones a, o variabilidad en, la calidad de divulgación y el grado de detalle provisto. Estas limitaciones podrían influir en las conclusiones de calificación de Fitch, dado que la calificadora hará presunciones conservadoras en ausencia de detalles. Si se demuestra que la divulgación se deteriora con el tiempo, la calificación podría disminuir. La reacción del mercado a la divulgación limitada o en deterioro podría también ser una consideración para la calificación, dada la importancia del acceso regular a los mercados de capital para los negocios de valores con alto uso de su balance. Si la divulgación se considera insuficiente para derivar una calificación, Fitch no la asignará.

Fitch no usa una “ponderación” preestablecida para cada uno de los factores determinantes de calificación clave o para los diversos elementos dentro de cada factor, dado que las ponderaciones correspondientes pueden cambiar en circunstancias particulares. Como guía general, en donde un área es significativamente más débil que otras, este elemento de mayor debilidad tiende a tener un mayor peso en el análisis.

Este informe de metodología identifica los factores considerados por Fitch en la asignación de calificaciones de escala nacional y/o internacional a una entidad o instrumento de deuda en particular dentro del alcance de la metodología maestra. No todos los factores de calificación en esta metodología aplican a cada una de las sociedades de corretaje de valores o a cada acción de calificación. Cada Comentario de Acción de Calificación específico o informe de calificación discutirá los factores más relevantes para la calificación individual o acción de calificación.

Fitch por lo general asigna a las sociedades de corretaje de valores *Issuer Default Ratings* (IDRs) tanto de largo como de corto plazo. También asigna Calificaciones de Soporte en algunos, más no en todos, los casos donde se considere aplicable. Adicionalmente, los Pisos de Calificación de Soporte y de Viabilidad son ocasionalmente, pero raramente, asignados a aquellas entidades consideradas por los reguladores como sistemáticamente importantes. Las calificaciones son asignadas a las empresas operacionales de corretaje de valores mismas, a la matriz (en caso de existir alguna) o a ambas, dependiendo en gran medida de quién esté emitiendo la deuda o de si existe un interés contraparte. Fitch también asigna calificaciones de deuda.

Este informe de metodología debe leerse en conjunto con el informe de metodología maestra para IFs. El presente informe incluye consideraciones analíticas adicionales para sociedades de corretaje de valores más allá de aquellas consideradas en el informe de metodología maestra para IFs, y discute áreas de énfasis analítico.

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](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 © 2014 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. 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 afirmó 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 sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, 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 disseminación 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.