Metodología de Calificación para Administradores de Activos

Metodología Maestra

Este informe es una traducción del informe en inglés "Asset Manager Rating Criteria", publicado el 22 de abril, 2013, el cual actualiza y reemplaza los siguientes informes de metodología:

- Reviewing and Rating Asset Managers (agosto, 2010)
- National Scale Asset Manager Rating Criteria (julio, 2010)
- Revisión y Calificación de Administradores de Activos (agosto, 2010)
- Metodología de Calificación de Administrador de Activos a Escala Nacional (julio, 2010)
- Reviewing and Rating Credit Asset Managers (julio, 2009)
- Reviewing and Rating Fund of Hedge Fund Managers (junio, 2009)
- Reviewing and Rating Real Estate Asset Managers (junio, 2009)

The rating scale is notably changed from a numerical scale of "M1" to "M5" to a descriptive scale as presented in appendix A.

Metodología Relacionada

[Fund Quality Ratings Criteria](#)
(Septiembre, 2011)

[Investment Manager and Alternative Funds Criteria](#)
(December 2012)

Analistas

EMEA y Asia Pacífico

Aymeric Poizot, CFA, CAIA
+33 1 44 29 92 76
aymeric.poizot@fitchratings.com

Latinoamérica

Davie Rodríguez, CFA
+1 212 908 0386
davie.rodriguez@fitchratings.com

Norteamérica

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

Ian Rasmussen
+1 212 908 0232
ian.rasmussen@fitchratings.com

Alcance

Enfoque en Evaluación Operacional: Fitch publica Calificaciones para Administradores de Activos (Asset Manager Ratings, o AMR) con el fin de ofrecer a los inversionistas y a otros participantes del mercado un análisis independiente de la plataforma de inversiones y operaciones con la que cuentan estas entidades en relación con los estándares que aplican los inversionistas institucionales. Aunque este análisis incluye consideraciones sobre la posición financiera actual y la sostenibilidad en el corto plazo de los administradores calificados, las AMR no se pueden considerar sólo como una evaluación de la condición financiera de un administrador y tampoco se deben confundir con las calificaciones crediticias que otorga Fitch.

Esta metodología se puede aplicar a los administradores de activos que manejan fondos o mandatos o que entregan servicios de asesoría para inversiones en áreas tales como acciones, bonos, propiedades, préstamos o fondos de fondos.

Consideraciones Analíticas Clave

Cinco Pilares de Calificación: La metodología de Fitch para las Calificaciones de Administradores de Activos, que fue desarrollada por primera vez en 1998, ha sido diseñada para capturar, evaluar e informar de manera sistemática los atributos clave de la plataforma de operaciones e inversiones de un administrador de inversiones, mediante el enfoque en cinco áreas clave y 30 sub-categorías. Las cinco áreas clave que se someten a revisión son: 1) compañía; 2) controles; 3) inversiones; 4) operaciones, y 5) tecnología. El resultado es un análisis enfocado que arroja conclusiones de calificación claras y transparentes, además de entregar un perfil detallado del administrador de activos calificado.

Compañía: Fitch evalúa la composición corporativa del administrador de activos con un enfoque en los recursos y el compromiso de los accionistas; la sostenibilidad financiera y de negocios; la experiencia; el gobierno corporativo; la independencia y la reputación de las terceras partes clave; el personal, lo que incluye el riesgo de pérdida de personal clave (*key man risk*) y la separación funcional de deberes.

Controles: Fitch evalúa el modelo de control general del administrador y, más específicamente, los controles relativos a los conflictos de interés y las limitaciones especificadas por la regulación, los contratos y/o indicados en prospectos/documentos de oferta. Adicionalmente, Fitch revisa las restricciones y los procedimientos relacionados con la venta, ejecución de transacciones y valoración de portafolios. Fitch también revisa el modelo utilizado para identificar, medir, manejar y reportar los riesgos de inversiones.

Inversiones: Fitch analiza la calidad y la idoneidad de los recursos de inversión (personal y acceso a la información) y la disciplina general de las operaciones de *front office*. Específicamente, Fitch se enfoca en la idoneidad y la experiencia del personal involucrado en la administración de portafolios, el acceso a la información y el proceso de investigación para apoyar la toma de decisiones de inversión, verificar la presencia de objetivos de inversión y límites claramente definidos, así como los recursos para llevar a cabo las negociaciones. Para una evaluación enfocada en el "desempeño de las inversiones", los inversionistas deberán consultar la metodología y los estudios sobre la Calificación de la Calidad de Fondos.

Operaciones: La evaluación de las funciones del *middle* y *back office* cubre todos los flujos de trabajo relevantes, incluyendo la confirmación y el respaldo de las negociaciones, el mantenimiento de registros de los portafolios, las acciones corporativas, las conciliaciones y la valoración, enfocándose en la flexibilidad, escalabilidad y seguridad de la plataforma operacional. La metodología también se aplica al servicio al cliente, lo que incluye la calidad y oportunidad de los informes que se entregan a los inversionistas.

Tecnología: La evaluación que realiza Fitch de la tecnología que emplea un administrador de activos se centra en los recursos de IT, la calidad de los sistemas, la integración, el manejo de datos y la seguridad general.

Descripción General de la Metodología

Enfoque en Evaluación Operacional

La Calificación que asigna Fitch a un Administrador de Activos involucra un profundo análisis de la plataforma de inversiones y operaciones del administrador, y se centra en cinco pilares principales – compañía, controles, inversiones, operaciones y tecnología. Las calificaciones y los estudios de soporte brindan una referencia transparente para los administradores frente a los estándares que aplican los inversionistas institucionales. Los inversionistas institucionales y sus intermediarios pueden usar las AMR como complemento para su análisis de administradores de activos en términos de comparabilidad e idoneidad.

Estándares Institucionales como Referencia

Las Calificaciones de Administradores de Activos se asignan sobre una escala descriptiva basada en el análisis de Fitch respecto de la plataforma de inversiones y operaciones del administrador. El análisis utiliza principalmente un método de aprobado/reprobado, dado que el nivel mínimo para alcanzar una calificación determinada se ubica relativamente alto, a fin de acomodarse a las expectativas de los inversionistas institucionales globalmente, y para eliminar a los participantes más débiles. Los administradores de activos que no puedan demostrar que cumplen con los estándares institucionales para la industria no recibirán una calificación.

Aquellos administradores que no se encuentren bien establecidos, pero tengan una buena plataforma que cumpla con los estándares institucionales para la industria pueden recibir una calificación de 'Buenos Estándares'. Una calificación de 'Altos Estándares' puede ser asignada a un administrador establecido que cuente con una sólida estructura operacional y una fuerte plataforma de inversiones que, en opinión de Fitch, excedan los estándares de la industria para los inversionistas institucionales. La designación de 'Estándares Más Altos' se reserva para los administradores que se consideran como los mejores dentro de su clase. Los administradores que no puedan mantener los mínimos estándares institucionales pueden ver descender sus calificaciones a 'Por Debajo de los Estándares' o 'Estándares Inadecuados' y que éstas, posteriormente, sean retiradas.

La noción de los estándares institucionales como referencia se relaciona con el mercado en que opera el administrador de activos. En el caso de los administradores de activos calificados de acuerdo a la escala nacional, los estándares institucionales que se aplican son locales.

Amplia Aplicación

Se pueden asignar Calificaciones de Administradores de Activos a un diverso grupo de administradores que ofrecen una amplia gama de estrategias de inversión, que incluyen participantes pequeños y grandes, administradores diversificados y especializados, y aquellos que operan a nivel mundial o en mercados locales. Las AMR complementan otras ofertas analíticas en el mercado. Por ejemplo, los servicios de auditoría por parte de terceros podrían enfocarse solamente en la existencia y la documentación (es decir, SAS70 o ISAE3402) de controles del *Middle* y *Back Office* con poco análisis de la plataforma de inversiones generales y las capacidades operacionales del administrador. Otros pueden enfocarse solamente en referenciar los retornos ajustados a riesgo del administrador frente a otros administradores y puntos de referencia, sin importar la robustez de la infraestructura, los procesos de inversión y la sostenibilidad de la franquicia del administrador.

Cuando sea posible, las AMR utilizan el material existente que mantienen los administradores, tales como los cuestionarios estándar/los documentos de solicitud de propuestas, información financiera auditada y la documentación correspondiente a la administración de inversiones / riesgos, cumplimiento y auditorías internas. La revisión de este material se complementa con una visita de campo, que incluye reuniones con personal clave que se desempeñe en áreas funcionales relevantes.

El análisis que soporta la evaluación de la calificación se presenta en un informe de estudios transparente y profundo sobre el administrador. Las AMR se pueden asignar de manera independiente o junto con otras calificaciones, tales como las Calificaciones de Calidad de Fondo y las calificaciones crediticias tradicionales.

Cinco Categorías de Puntaje

Los cinco pilares que apoyan la evaluación del administrador – compañía, controles, inversiones, operaciones y tecnología – entregan una visión holística de las capacidades y la sostenibilidad del administrador, en especial durante los períodos de estrés.

En un esfuerzo por aplicar su metodología de la manera más consistente posible y para minimizar las variaciones subjetivas al evaluar las características del administrador de activos, Fitch usa un *scorecard* para realizar sus evaluaciones cualitativas. Basándose en los atributos típicos que se describen en las siguientes secciones, cada factor dentro del análisis de Fitch se clasifica como 'Más Altos Estándares', 'Altos Estándares', 'Buenos Estándares', 'Por Debajo de los Estándares' o 'Estándares Inadecuados'. Fitch destaca que estos atributos son dinámicos y pueden evolucionar en el mediano a largo plazo a medida que cambien las prácticas en la industria de administración de activos.

Al determinar la calificación basada en el puntaje final, el nivel y la distribución de los puntajes son considerados, dándole especial atención a las principales debilidades y la importancia de estos valores atípicos. Por ejemplo, a fin de obtener 'Más Altos Estándares', la mayoría de los elementos que se consideran deberán marcar un puntaje individual en este nivel, además de no presentar debilidades importantes. Incluso en casos en que la mayoría de los elementos reciben un puntaje de 'Más Altos Estándares', la calificación general podría ajustarse a la baja si existe una debilidad importante. Asimismo, y de manera consistente con el enfoque de "nivel mínimo" mencionado anteriormente, ningún factor individual debería recibir un puntaje 'Por Debajo de los Estándares' cuando las calificaciones superan los "Buenos Estándares".

El *scorecard* sirve como una herramienta importante en el proceso de calificación, debido a que promueve la aplicación consistente de la metodología de calificación. No obstante, al igual que cualquier otra herramienta o modelo, los *scorecards* no son perfectos y, consecuentemente, Fitch no se basa solamente en ellos, sino que considera también los factores cualitativos para cada administrador de activos. Estos factores cualitativos, junto a las opiniones que entregan los miembros del comité de calificación, se unen con los resultados del *scorecard* para obtener la calificación final, guiados por las definiciones de calificación para cada una de las cinco categorías de calificación.

Fitch reconoce que, debido a las diferencias entre las organizaciones de administración de activos en términos de cobertura geográfica, tamaño, enfoque por clase de activos, tipos de clientes y estrategia de operación, la aplicación de la metodología de calificación requiere de una cuidadosa consideración del contexto en el que se aplica. El Anexo C muestra la manera específica en que el *scorecard* captura la inversión en propiedades.

Específicamente, mientras que las áreas más generales de la evaluación son las mismas para todos los países, los atributos típicos esperados para cada nivel de calificación varían entre calificaciones internacionales y nacionales. En los países donde se asignan calificaciones nacionales, es posible que se ajusten los atributos internacionales típicos mencionados en el siguiente cuadro, a fin de reflejar las prácticas locales y los estándares institucionales locales.

Áreas de Evaluación

Compañía

Atributos Típicos de Calificación – Composición Accionaria y Situación Financiera

Buenos estándares	<ul style="list-style-type: none"> • Accionistas identificables y comprometidos • Negocio rentable o con buen soporte • Índice patrimonio/activos bajo administración superior al mínimo regulatorio • Saldo en efectivo que cubre los gastos en el corto plazo • El nivel de deuda no representa un riesgo para la sostenibilidad en marcha del administrador • No existe dependencia en un solo cliente y, por lo general, el cliente más importante representa menos de un tercio de los activos totales de la firma
Altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Inversión constante de los accionistas en el negocio • Seguiría siendo rentable incluso si se produjeran salidas de flujo en escenarios de estrés moderado • Índice patrimonio/activos bajo administración muy superior al mínimo regulatorio • Suficiente efectivo disponible para cubrir contingencias inesperadas y pago de deuda • Deuda/EBITDA (generalmente, 3.0x o menos) si se apalanca
Más altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Accionistas con un amplio historial de una sólida situación financiera, sin esperar cambios • Puede registrar salidas de flujo en escenarios de estrés severo y mantenerse rentable • Suficiente efectivo disponible para cubrir contingencias inesperadas, pago de deuda y/o gastos operacionales en un período de estrés severo • Deuda/EBITDA (generalmente, 1.5x o menos), si tiene apalancamiento • Base de activos y clientes altamente diversificada por tipo y ubicación geográfica

Fuente: Fitch

Composición Accionaria y Situación Financiera: Fitch evalúa el compromiso de los accionistas, la flexibilidad financiera y la sostenibilidad del negocio del administrador de activos. Para esto, revisa, entre otros factores, la relación del administrador con su matriz, los estados financieros (con especial atención sobre la rentabilidad y los requerimientos de capital de trabajo), la base de clientes, la oferta de productos y finalmente la resistencia de su negocio ante escenarios de estrés en relación con sus activos bajo administración.

Experiencia: Fitch determina la trayectoria y calidad de la experiencia que la compañía y su personal clave han demostrado dentro de sus principales mercados, para diferentes clases de activos, estrategias de inversiones, tipos de clientes y ubicaciones geográficas. Los factores cubiertos incluyen los años que el administrador lleva en el negocio y si existe información importante relacionada con actividades cuestionables, presencia en el mercado y la evolución en términos de capacidad para reunir activos y de desarrollo de una base de clientes y productos.

Gobierno Corporativo e Independencia: La agencia evalúa el nivel de independencia y estándares de gobierno corporativo que aplica la compañía de administración de activos, así como sus vehículos de inversión. La revisión comprende los organismos de gobierno corporativo y de fondos, la supervisión y los controles regulatorios y de terceras partes (es decir, custodia, administradores, auditores, etc.), actividades realizadas con afiliados del grupo y relación con proveedores de servicios externos.

Atributos Típicos de Calificación – Experiencia, Gobierno Corporativo, Independencia

Buenos estándares	<ul style="list-style-type: none"> • Amplia e íntegra experiencia del personal clave y con un historial común • El administrador de activos cuenta con órganos de gobierno corporativo bien establecidos, es regulado y sujeto a la supervisión de al menos un tercero • Los vehículos de inversión se encuentran regulados apropiadamente, con segregación de activos, deberes de fideicomiso y documentación legal • Los custodios, administradores y otras terceras partes clave son reconocidas e independientes
-------------------	--

Altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Generalmente, existe un gobierno corporativo hace más de tres años, sin reportes de actividad cuestionable de importancia ni de fallas en el gobierno • El personal clave ha adquirido experiencia a través de diferentes ciclos de mercado en competencias clave • Estrategia corporativa bien pensada y controlada • Clara independencia de la Organización respecto a las actividades de afiliados o vinculados • Los vehículos de inversión tienen órganos y políticas de gobierno bien identificados y establecidos • Baja rotación de terceras partes
Más altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Amplia experiencia en la prestación de servicios a diferentes tipos de clientes a través de varios ciclos de mercado • Existencia de tamaño crítico en competencias clave • Sujeto a auditorías externas múltiples más allá de la obligación regulatoria • Existencia de accionistas minoritarios activos y/o miembros de los órganos directivos independientes con acceso a la información necesaria para cumplir con sus obligaciones • Todo el conjunto de vehículos de inversión cuentan con órganos de gobierno corporativo con directores independientes e información/herramientas necesarias para cumplir con sus obligaciones • La supervisión de mandatos de inversión es fuerte con comités/juntas periódicos

Fuente: Fitch

Personal: Las principales áreas de evaluación de personal son las de estructura organizacional, habilidades individuales y de equipo y experiencia con un enfoque particular en el personal de altos niveles, en la rotación, capacidad y dependencia de personas clave y su compensación.

Atributos Típicos de Calificación – Personal

Buenos estándares	<ul style="list-style-type: none"> • Departamentos/equipos del <i>front office</i> y operaciones bien identificados e independientes uno del otro. • Al menos dos profesionales experimentados (generalmente >15 años de experiencia) en la Alta Gerencia, con un riesgo de 'persona clave' manejable • Revisiones de antecedentes (para calificaciones nuevas) muestran la presencia de individuos experimentados/confiables • Política de compensación consistente, con incentivos adecuados para los empleados
Altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Departamentos/equipos de negocios y de controles bien identificados e independientes • Generalmente, 3-4 personas clave en la Alta Gerencia con un alcance claro y altos niveles de estabilidad • Segundo nivel de gerentes con adecuada estabilidad y sólida experiencia • Limitado riesgo de persona clave • Compensación variable basada en objetivos cuantificables alineados con terceros inversionistas
Más altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Separación adicional de funciones (por ej. negociación/administración de portafolios, control interno/administración de riesgo) • Equipo gerencial de alto nivel experimentado / legítimo / estable generalmente con Director Ejecutivo, Director de Inversiones, Director de Operaciones, Director de Riesgo y Director de Tecnología • Políticas de compensación claras supervisadas por un comité de compensación y alineadas de manera apropiada con terceros inversionistas • Personal de alto nivel se interesa por invertir en los fondos o la compañía

Fuente: Fitch

Controles

Modelo de Control de Riesgo General: Fitch evalúa el modelo de control general de la compañía, revisando la existencia de controles de primer (por ej.: gerentes de cartera), segundo (por ej.: control interno) y tercer nivel (por ej.: auditoría interna), documentación de procedimientos y controles, organización de funciones de control y riesgo. La evaluación del modelo de administración de riesgo operacional de la compañía se basa, entre otros factores, en las medidas aplicadas en toda la compañía para el monitoreo y el reporte de riesgo operacional, la frecuencia y el impacto de los errores, las omisiones y los litigios, así como la supervisión y el control de terceras partes que proveen servicios.

Atributos Típicos de Calificación – Modelo General de Control de Riesgo

Buenos estándares	<ul style="list-style-type: none"> • Documentación de riesgos clave, procedimientos y controles • Función(es) de riesgo y control competentes e independientes • Monitoreo de pérdidas operacionales con bajo impacto histórico • Acuerdo de Nivel de Servicio (o equivalente) con terceras partes
Altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Comités de riesgo y control, procedimientos de escalamiento con evidencia de efectividad • Funciones de riesgo y control con buenos recursos, especializadas y estables • Administradores de riesgo con fuerte experiencia de mercado • Reportes de incidentes y cuasi fallas poco frecuentes y procedimientos de seguimiento • Indicadores de desempeño / riesgo claves, e interacción diaria con terceras partes
Más altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Estructura formal de control con múltiples niveles • Funciones de riesgo y control representadas a nivel ejecutivo • Mapa de riesgo, basado en auto evaluación • Frecuencia e impacto de incidentes extremadamente bajos, registrados de manera completa • Revisiones habituales y formales de terceras partes e indicadores de desempeño/riesgo detallados

Fuente: Fitch

Cumplimiento y Controles: Fitch revisa la organización de controles sobre procedimientos clave, tales como la venta, ejecución de transacciones y valoración de carteras. El monitoreo de la adherencia a las restricciones regulatorias y contractuales, lo que incluye el cumplimiento previo y posterior a las transacciones, también se cubren.

Atributos Típicos de Calificación – Cumplimiento y Controles

Buenos estándares	<ul style="list-style-type: none"> • Selección objetiva de corredores / intermediarios, política de honorarios formal, capacidad para debatir precios de ejecución • Controles periódicos posteriores a la negociación sobre límites regulatorios y contractuales clave, realizados por personal independiente del <i>front office</i> con escalamiento • Procedimientos para la asignación justa de órdenes, inversiones personales, negociaciones con información privilegiada y actividades con afiliados y vinculados • Control sistemático sobre volúmenes y ventas en corto • Fuentes y documentación identificados e independientes para fijación de precios • Política de distribución “Conozca a su Cliente”
Altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Aplicación de lista de corredores / intermediarios elegibles y controles formales sobre los volúmenes y la calidad de ejecución • Controles automatizados posteriores a la negociación sobre la mayoría de los límites • Controles previos a la negociación sobre límites clave • Controles formales sobre asignación justa, inversiones personales y conflictos de interés con afiliados y vinculados • Política formal de fijación de precios con controles robustos • Procedimientos robustos de selección de clientes y capacitación en ventas
Más altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Análisis y estrategia detallada de mejor ejecución para optimizar la ejecución, el uso extenso de negociación a través de procesamiento directo (<i>STP trading</i>) (cuando aplique) • Alto nivel de personalización/cobertura de restricciones y alertas tempranas • Supervisión estricta o restricciones sobre inversiones personales, controles adicionales sobre inversiones ventajistas (<i>front running</i>) entre portafolios o mesas, negociaciones intradía, rotación de portafolio • Comité de fijación de precios, selección de fuentes exhaustiva, modelo detallado de fijación de precios Revisión independiente de todas los comunicados de mercadeo

Fuente: Fitch

Administración de Riesgo de Inversión: Fitch revisa el modelo que se aplica en toda la compañía para identificar, medir, manejar e informar los riesgos de inversión (riesgo de mercado, liquidez y contraparte),

con un énfasis particular en los controles de segundo nivel. La evaluación del monitoreo del riesgo de mercado se enfoca en los requerimientos regulatorios y los indicadores de riesgo clave genéricos. La administración del riesgo de liquidez se evalúa en un contexto de activos y pasivos. La revisión del riesgo de contraparte cubre la selección de la contraparte y el monitoreo de la exposición crediticia agregada en relación a los límites de toda la compañía.

Atributos Típicos de Calificación – Administración de Riesgo de Inversiones

Buenos estándares	<ul style="list-style-type: none"> • Monitoreo periódico de indicadores de riesgo de mercado clave para verificar la consistencia con la estrategia y los objetivos de inversión • Identificación y monitoreo de activos menos líquidos en los portafolios con fines de fijación de precios y administración de liquidez • Políticas claras y límites bien definidos sobre el apalancamiento de los portafolios de inversión • Selección/monitoreo de contrapartes mediante criterios objetivos
Altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Límites de exposición de riesgo de mercado interno detallados para cada portafolio con monitoreo habitual/automatizado y revisiones de portafolio con la gerencia de riesgo y Alta Gerencia • Límites claros sobre la exposición en activos menos líquidos en los portafolios • Administración de riesgo de financiamiento proactiva con diversificación de financiamiento y revisión periódica de términos y condiciones • Aplicación de lista de contrapartes elegibles y límites/controles sobre las exposiciones y los plazos
Más altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Continuas pruebas de estrés, desgloses detallados de riesgo de mercado ex-post y ex-ante, presupuesto y supervisión de riesgo proactiva • Pruebas detalladas de estrés sobre descalce entre activos y pasivos e indicadores de riesgo de liquidez • Estrictas prácticas de colateral, acuerdos estándar con todas las contrapartes

Fuente: Fitch

Inversiones

Recursos y Disciplina: El análisis de las operaciones de inversión se centra en los recursos de inversión relativos a los estándares usados generalmente por los inversionistas institucionales (personal y acceso a la información) y la disciplina del proceso de inversión entre los diferentes portafolios. Para una completa evaluación de un proceso de inversión específico y comprender la manera en que éste influye en el desempeño ajustado al riesgo, Fitch utiliza su metodología de Calificación de Calidad de Fondos (consulte la Metodología para Calificaciones de Calidad de Fondos, publicada el 19 de septiembre del 2011).

Atributos Típicos de Calificación – Inversiones

Buenos estándares	<ul style="list-style-type: none"> • Responsabilidades claras de administración de portafolios con respaldos, personal consistente con la estrategia, cobertura y cantidad de portafolios • Acceso a estudios realizados por contrapartes e información del mercado, buena cobertura del universo de inversiones • Límites y objetivos de inversión claramente definidos • Existencia de comités de inversión periódicos (para compartir información y/o tomar decisiones) • Análisis periódico del desempeño de los portafolios por parte del <i>front office</i>
Altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Gerentes de portafolios experimentados con buen nivel de soporte (negociación, asistentes, estudios cuantitativos) que les permiten enfocarse • Baja rotación de personal • Informes de investigación y modelos propios, cubrimiento extensivo del universo de activos • Fuentes de desempeño claramente definidas • <i>Inputs</i> documentados y completos para la toma de decisiones • Capacidad demostrada para analizar el desempeño y tomar acciones correctivas

Más altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Gerentes de portafolios altamente experimentados con trayectoria comprobada • Recursos de negociación dedicados (mesas de dinero, negociación electrónica (<i>etrading</i>)) • Fuentes de información múltiples y originales, estudios propios robustos • Documentos detallados que listan las pautas de inversión – con cumplimiento demostrado • Proceso de compra y venta disciplinado • Revisiones formales de los portafolios y documentación de decisiones de inversión
----------------------	--

Fuente: Fitch

Operaciones

Middle Office y Entrega de Informes: La evaluación de las funciones del *Middle* y *Back Office* cubre todos los flujos de trabajo pertinentes, incluyendo la confirmación y el soporte de las transacciones, el mantenimiento de registros de los portafolios, las acciones corporativas, conciliaciones y valoración. Fitch también revisa los informes y comunicados que se entregan a los inversionistas a fin de formarse una opinión respecto de su frecuencia, oportunidad y la calidad de su contenido. La capacidad para cumplir con requerimientos específicos de clientes mediante la solución o creación personalizada de portafolios también se considera. Cuando un administrador de activos externaliza su *middle office* a un tercero, el análisis se centra en la calidad, la formalización y el nivel de servicio que éste entrega al administrador de activos.

Atributos Típicos de Calificación – Operaciones

Buenos estándares	<ul style="list-style-type: none"> • Volúmenes y complejidades acordes con los recursos operativos • Procesos de <i>middle office</i> escalables y seguros • Procedimiento claro para valoración de portafolios • Capacidad para adaptarse a términos impuestos por el cliente (por ej., estructura, custodia) • Los informes para inversionistas entregan revisiones buenas y transparentes, disponibles bajo periodicidad y plazos estándar
Altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Personal de <i>middle office</i> experimentado y especializado • Procesamiento directo (STP) para la mayoría de los portafolios/instrumentos con conciliación diaria • Cargue de precios automático para la valoración de portafolios • Experiencia comprobada en la administración de portafolios individuales • Los informes muestran sensibilidades de mercado, desgloses detallados, análisis de desempeño bajo formatos flexibles • Personal dedicado para la atención al cliente
Más altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Equipo muy estable y con conocimientos altamente técnicos y especialización superior • Proceso automatizado de acciones corporativas, delegación de votos, administración de colateral • Flujo de trabajo continuo para el cálculo/validación/difusión del valor de la unidad de los portafolios Plenas Plenas capacidades de personalización • Los informes muestran una evolución detallada de indicadores de riesgo, alto grado de personalización, cumplimiento de Estándares Globales de Desempeño de Inversión (o equivalente) para mandatos institucionales

Fuente: Fitch

Tecnología

Recursos de IT: Fitch revisa los recursos en términos de personal dedicado y tecnologías disponibles para la infraestructura, el soporte y desarrollo de aplicaciones, así como el manejo de proyectos y cambios.

Integración y Administración de Datos: Fitch considera el grado de integración, cobertura y escalabilidad de las bases de datos. La revisión también cubre el nivel de integración alcanzado entre los sistemas internos y las aplicaciones externas de los proveedores de información, los administradores y otros terceros.

Sistemas: Fitch revisa las funcionalidades primarias, la cobertura y la automatización de los sistemas clave del Front y Middle Office del administrador de activos, incluyendo el análisis de riesgo. El objetivo final de Fitch es determinar si los sistemas se ajustan a las necesidades de la compañía, según se determine a

partir de sus volúmenes actuales y proyectados, así como el nivel de complejidad y diversificación de productos y tipos de activo dentro de los portafolios.

Seguridad de IT: Se revisan los procedimientos de *backups* y de recuperación tras desastres a fin de evaluar la vulnerabilidad de la compañía ante una falla tecnológica.

Atributos Típicos de Calificación – Tecnología

Buenos estándares	<ul style="list-style-type: none"> Los sistemas se encuentran en lenguajes y tecnologías vigentes, con códigos documentados y revisados, buenos recursos de desarrollo propios o externos Sistema central de mantenimiento de posiciones que alimenta a otras herramientas y bases de datos con holdings, transacciones y cobertura de precios para los principales instrumentos Posición accesible diaria de portafolios, incluyendo PyG, desgloses Sistemas analíticos disponibles (riesgo, estadística, análisis de desempeño) Respaldo de sistemas – política de acceso
Altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> Versiones más recientes de lenguajes y tecnologías usadas, selección cuidadosa de soluciones de proveedores reconocidos y/o desarrolladores dedicados para soluciones internas, especialización de personal de IT Claridad en la documentación y los diagramas de flujo de los sistemas Sistemas bien integrados con interfaces múltiples que incluyen a terceras partes Sistema de manejo de órdenes dedicado Sistemas analíticos con interfaces con el sistema de mantenimiento de posición, entregando datos a solicitud y amplias funcionalidades de generación de reportes Sistemas de <i>middle office</i> dedicados para calce/confirmación de órdenes, conciliación, transmisión de negociaciones para la mayor parte de los instrumentos Procedimientos para recuperación de desastres y centro alternativo de operación bien equipado
Más altos estándares	<p>Los atributos anteriores más:</p> <ul style="list-style-type: none"> Actualizaciones habituales de la plataforma, historial sólido para cambios en IT, habilidades excepcionales de administración de proyectos, personal altamente especializados (incluyendo habilidades de servicio de apoyo) Bodega(s) central de datos, política de administración de datos, capacidades de reporte avanzadas El conjunto de sistemas del <i>Front Office</i> está integrado con las posiciones en tiempo real y con PyG, los sistemas de manejo de órdenes tienen interfaces con los mercados electrónicos Análisis de riesgo bien integrado con interface de usuario del <i>front office</i> Todos los sistemas MO cuentan con interfaces completas y cubren todos los instrumentos Plan de Continuidad de Negocios Detallado, con pruebas completas y regulares

Fuente: Fitch

Proceso de Calificación

El proceso de AMR de Fitch ha sido diseñado para evaluar la información relevante, aplicar la metodología de manera consistente y revelar los fundamentos de la agencia de modo uniforme. El proceso incluye una evaluación previa, una revisión de documentación y una visita de campo.

El análisis y las decisiones de calificación de Fitch se basan en la información pública y no pública disponible para su análisis. Esta información proviene del administrador y de las fuentes de dominio público. El proceso de calificación también puede incorporar información provista por fuentes terceras. Si esta información resulta importante para la calificación, la acción de calificación específica revelará la fuente relevante.

Requisitos Previos

Fitch usa medidas previas a la evaluación para determinar si considera que el administrador de activos tiene los atributos necesarios y puede entregar la suficiente información para realizar un análisis de calificación completo, así como la información necesaria para darle seguimiento a la misma.

En general, Fitch busca la presencia de la mayoría o todos los siguientes elementos, en orden, para otorgar una AMR:

- Un modelo regulatorio bien definida;

- Historial mínimo de estar operando;
- Custodios, administradores y auditores de buena reputación;
- Auditorías por parte de terceros;
- Vehículos con segregación de activos, deberes de fideicomiso y documentación legal;
- Separación clara de funciones;
- Estructura corporativa clara (premisas, propietarios, ejecutivos, empleados, incorporación, documentación legal); y
- Responsabilidades claras de administración de portafolios (por ej., que la compañía no delegue la administración de portafolios a terceros hasta el punto en el que se transforme en un simple intermediario).

Revisión de Documentación

La documentación que se debe solicitar para obtenerla dos semanas antes de la visita de campo incluye:

- Documentos estándar de solicitud de propuesta (ver a continuación cobertura esperada);
- Últimos estados financieros auditados;
- Muestra de procedimientos operacionales;
- Resumen de pérdidas y errores operacionales importantes para los últimos tres años;
- Muestra de minutas de comités de administración de riesgo/cumplimiento/auditoría;
- Muestra de informes externos relevantes (auditoría, SAS 70, ISAE3402, organismos supervisores);
- Lista de intermediarios/contrapartes con volúmenes típicos recientes;
- Volúmenes de transacciones y negociaciones de los últimos tres años;
- Conjunto representativo de informes de riesgo de inversiones internos;
- Muestra de informes para inversionistas, incluyendo informe de análisis de desempeño.

Visita de Campo

La visita de campo sirve para ayudar a Fitch a comprender los procesos y controles de la organización.

Fitch se reúne con el siguiente personal:

- Alta Gerencia;
- Administración de riesgo, incluyendo al gerente de riesgo (si aplica);
- Personal de alto nivel de control y auditoría internos;
- Personal de alto nivel del área de cumplimiento, incluyendo al gerente de cumplimiento (si aplica);
- Personal de alto nivel de las áreas de *middle* y *back office*;
- Director / Gerente de tecnología;
- Gerente de inversiones y/o gerentes de portafolios líder; y
- Jefe de mesa de inversiones (si aplica).

Las entrevistas también incluyen revisiones de procedimientos y demostración de sistemas en mesas.

Tras la visita de campo, Fitch podría solicitar documentación adicional seleccionada.

Monitoreo

Todas las AMR se actualizan al menos una vez al año con monitoreo y seguimiento constante. Los temas que se cubren mediante este monitoreo constante incluyen principalmente:

- Actividad corporativa;
- Evolución de personal;
- Activos bajo administración; y
- Grandes proyectos en desarrollo.

Limitaciones

Las limitaciones específicas pertinentes para las escalas de calificación aplicadas a los administradores de activos incluyen las siguientes:

- Las AMR se refieren a unidades operacionales y ubicaciones geográficas específicas dentro de un administrador de activos — no necesariamente se refieren sólo a las personas jurídicas.
- Las calificaciones no predicen una probabilidad específica de falla de un administrador de activos a lo largo de un período de tiempo dado.
- Las calificaciones no entregan una opinión sobre el valor de mercado de las inversiones de un administrador de activos, de los títulos propios de ese administrador de activos, o sobre la probabilidad de que estos valores cambien.
- Las calificaciones no entregan una opinión sobre la liquidez de las inversiones del administrador de activos, o la de los títulos propios de ese administrador de activos.
- Las calificaciones no brindan una opinión sobre lo adecuado que resulta un administrador de activos para la inversión o para cualquier otro propósito.
- Las calificaciones no brindan una opinión sobre las estrategias de inversión implementadas por un administrador de activos o sobre las expectativas de rendimientos futuros.

Anexo A: Escala de Calificación para Administradores de Activos

Las Calificaciones para Administradores de Activos se asignan a organizaciones completas de administración de activos o, dentro de administradores más grandes, a unidades operacionales o ubicaciones geográficas específicas. Las calificaciones son asignadas sobre una escala descriptiva que se basa en el análisis de Fitch respecto de la plataforma de inversiones y operaciones del administrador. La evaluación se enfoca en cinco pilares principales – compañía, controles, inversiones, operaciones y tecnología – que son derivados del análisis y la suma de 30 sub-factores de calificación. Se espera que los tres niveles más altos de calificación se asignen a los administradores de activos que cumplan o excedan los estándares que generalmente esperan los inversionistas institucionales.

Escala de Calificación de Administrador de Activos (Internacional)

Escala AMR	Definiciones AMR	
Por sobre los estándares institucionales	Más altos estándares	El administrador de activos tiene una plataforma de inversión y un modelo operacional que Fitch considera superiores a los estándares de los inversionistas institucionales en los mercados internacionales
	Altos estándares	El administrador de activos tiene una plataforma de inversión y un modelo operacional que Fitch considera fuertes en relación con los estándares aplicados por los inversionistas institucionales en los mercados internacionales
	Buenos estándares	El administrador de activos tiene una plataforma de inversión y un modelo operacional que Fitch considera buenos en relación con los estándares de los inversionistas institucionales en los mercados internacionales
Por debajo de los estándares institucionales	Por Debajo de los Estándares	El administrador de activos tiene una plataforma de inversión y un modelo operacional que Fitch considera contienen algunas debilidades que le impiden cumplir con los estándares de los inversionistas institucionales en los mercados internacionales
	Estándares Inadecuados	El administrador de activos tiene una plataforma de inversión y un modelo operacional que Fitch considera contienen deficiencias importantes o que sugieren perspectivas débiles para la viabilidad comercial

Fuente: Fitch

La agencia asigna AMR a Escala Nacional a los administradores de activos que operan en países donde, para algunos factores de calificación, una comparación con estándares internacionales no aplique. En dichos casos, aquellos factores se evalúan en relación con los estándares de los mercados locales de los inversionistas institucionales. Las Calificaciones Nacionales de Administradores de Activos, que contienen un identificador especial para el respectivo país, por ej., ‘Altos Estándares (mor)’ en el caso de Marruecos (Morocco, en inglés), son comparables sólo con las AMR Nacionales asignadas en el mismo país.

Escala de Calificación de Administrador de Activos (Nacional)

Escala AMR	Definiciones AMR	
Por sobre los estándares institucionales	Más altos estándares (xxx)	El administrador de activos tiene una plataforma de inversión y un modelo operacional que Fitch considera superiores en relación con los estándares de los inversionistas institucionales locales
	Altos estándares (xxx)	El administrador de activos tiene una plataforma de inversión y un modelo operacional que Fitch considera fuertes en relación con los estándares de los inversionistas institucionales locales
	Buenos estándares (xxx)	El administrador de activos tiene una plataforma de inversión y un modelo operacional que Fitch considera buenos en relación con los estándares de los inversionistas institucionales locales
Por debajo de los estándares institucionales	Por Debajo de los Estándares (xxx)	El administrador de activos tiene una plataforma de inversión y un modelo operacional que Fitch considera contienen algunas debilidades que impiden que cumpla con los estándares de los inversionistas institucionales locales

Estándares Inadecuados (xxx)	El administrador de activos tiene una plataforma de inversión y un modelo operacional que Fitch considera contienen deficiencias importantes o sugieren perspectivas débiles para la viabilidad comercial
---------------------------------	---

Fuente: Fitch

En algunos casos, es posible que se realicen ajustes a la escala de calificaciones descrita anteriormente a fin de cumplir con los requerimientos de la convención local o la regulación de algunos países. Esto puede involucrar variantes sobre los prefijos o categorías adicionales más allá de la escala estándar que va del uno al cinco. En los casos en que aplique, la escala de calificaciones revisada se publicará en el informe de metodología o anexo para un país específico y/o clase de activos.

Tendencias y Perspectivas de Calificación

Se asignarán Tendencias y Perspectivas de Calificación a las AMR, cuando apliquen. Una Tendencia de Calificación se relacionan con algún evento, por lo que típicamente se resuelven dentro de un periodo de tiempo relativamente corto. Las Perspectivas de Calificación indican la dirección que puede seguir una calificación a lo largo de un período de uno a dos años. Estas reflejan tendencias en los factores de calificación que aún no han alcanzado el nivel que desencadenaría una acción de calificación, pero que pueden hacerlo si dichas tendencias se mantienen.

Anexo B: Cobertura Esperada de Solicitudes de Propuestas Estándar

El documento de Solicitud de Propuesta estándar que prepara el administrador de activos para terceras partes y que entrega a Fitch normalmente cubre las áreas enumeradas a continuación. Fitch esperará contar con documentos adicionales, en caso de que ciertas áreas se encontraran ausentes en el documento de solicitud de propuesta estándar.

- Accionistas y organigrama corporativo
- Rentabilidad y fortaleza financiera
- Órganos de gobierno con miembros
- Activos bajo administración por clase de activo, tipo de cliente, ubicación geográfica y evolución durante los últimos cinco años
- Primeras 10 cuentas
- Lista de gerentes de portafolio/ principales fondos por proceso
- Historia, hitos
- Auditorías de terceras partes e internas (conclusiones principales)
- Regulación y creación de vehículos de inversión (incl. órganos directivos)
- Custodios, administradores, auditores con fecha de inicio de relación contractual
- Supervisión de custodios, administradores (procedimiento de selección, monitoreo, indicadores de riesgo clave, acuerdos de nivel de servicio)
- Organigramas por departamento/área
- Personal y rotación por departamento
- Currículos de personal clave
- Política de compensación
- Principales comités/reuniones de riesgo, control y supervisión
- Mapas de riesgo (cuando aplique)
- Estructura organizacional de control (equipos, comités, sistemas, informes, escalamiento)
- Procedimientos para abordar
 - Riesgo operacional (registro de errores, mapas de riesgo, autoevaluación)
 - Asignación justa de órdenes
 - Transacciones personales
 - Operaciones con información privilegiada (*insider trading*)/manejo de información privada/pública
 - Errores de negociación (venta corta, errores en el ingreso de información)
 - Conflictos con actividades de vinculados y afiliados
 - Prácticas indebidas en la venta y que inducen al error por parte del inversionista
 - Prevención de lavado de dinero
 - Selección de intermediarios y mejor ejecución
 - Cumplimiento con los límites y las políticas de inversión antes y después de la negociación
 - Fijación de precios (fuentes de precios, controles, políticas)
 - Riesgo de contraparte (selección, monitoreo, acuerdos estándar, colateral)
 - Elección de clientes / aprobación de nuevos productos
 - Manejo de datos
 - Desarrollo de sistema
- Informes de administración de riesgo y minutas de comités que cubren riesgos de mercado, liquidez y crédito
- Reportes de riesgo operacional / información a la gerencia
- Estadísticas sobre frecuencia e impacto financiero de los errores / casi errores
- Descripción de los procesos de inversión y organización del *Front Office*
- Informes a clientes
- Arquitectura de IT general (incluyendo año de puesta en producción del sistema)

- Diagrama de flujo de transacciones (incluyendo puntos de control) desde el *front office* al *back office* (si se encuentra disponible)
- Nivel de sistemas internos de procesamiento directo (STP por sus siglas en inglés) o tratamiento electrónico (transacciones, conciliación, transmisión de transacciones) por tipo de instrumento
- Recuperación tras desastres y plan de continuidad de negocios.

Anexo C: Aplicación de la Metodología en la Inversión en Bienes Raíces

Los cinco pilares que soportan la evaluación del administrador – compañía, controles, inversiones, operaciones y tecnología - también se aplicarán para la evaluación de las compañías de administración de activos de bienes raíces (*real estate asset management companies*- REM).

El siguiente cuadro especifica un enfoque diferente y/o consideraciones adicionales de las consideraciones de calificación subyacentes que reflejan la actividad y el modus operandi de las REM. Estas se refieren a Controles, Inversiones y Operaciones.

Aplicación de la Metodología para la Inversión en Bienes Raíces

Categoría	Tópico	Enfoque específico y/o consideración adicional
Controles	Supervisión de terceras partes	El factor enfatiza el rango más amplio de terceras partes involucradas y su supervisión, lo que incluye, entre otros, administrador de propiedad e instalación, especialistas en due diligence legal y técnica, asesores, etc. Fitch también considera los controles sobre la integración de datos entre el REM y sus agentes.
Controles	Cumplimiento	Considerando el nivel generalmente bajo de personal y de intermediación de valores en los REMs, se pone un fuerte enfoque en el manejo del conflicto de intereses, en especial respecto de todas las partes involucradas en el proceso de propiedad, incluyendo la selección de contratistas, arquitectos, corredores de bienes raíces, etc.
Controles	Transacciones	Se refiere a la selección de corredores/bancos relacionados con el manejo de efectivo, valores y actividades de apalancamiento, pero también con los flujos de proceso de las partes involucradas en la administración de la propiedad.
Controles	Restricciones	Se orienta menos a las transacciones y se enfoca en el contexto de las adquisiciones por tipo, riesgo y estrategia y su cumplimiento con las restricciones de inversión dadas. Fitch también considera el proceso de planificación de negocios del fondo y el control que se ejerce mediante esos planes.
Controles	Riesgo de Mercado	Se pone énfasis particular en el análisis de riesgos a nivel macro (global/país/tipo de propiedad) y micro (propiedad individual) que impactan las inversiones en bienes raíces y se refleja en los planes de negocios de los fondos. Se pone un fuerte enfoque en los riesgos de tasas de interés, específicamente para los fondos apalancados. Al igual que para otros administradores de inversiones la calidad de las pruebas de estrés y el análisis de escenario juegan un papel clave en la evaluación del factor.
Controles	Riesgo de Crédito de Contraparte	Más allá de los intermediarios financieros, se mantiene un enfoque sobre la calidad crediticia de las partes involucradas en la administración de proyectos. Otra consideración clave es el riesgo crediticio del arrendatario y el monitoreo de los flujos de caja relacionados.
Inversiones	Información de Mercado	El alcance del factor enfatiza en el acceso al mercado de los REM y la capacidad para ingresar transacciones fuera de mercado.
Operaciones	Procedimientos y flujos de trabajo	Con una menor orientación a la negociación de valores, este punto analiza el rango más amplio de las actividades relevantes de manejo de efectivo y de las conciliaciones en el flujo de trabajo operacional, como el procesamiento de ingresos por alquileres o costos por servicio.

Fuente: Fitch

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT WWW.FITCHRATINGS.COM. PUBLISHED RATINGS, CRITERIA, AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE CODE OF CONDUCT SECTION OF THIS SITE. FITCH MAY HAVE PROVIDED ANOTHER PERMISSIBLE SERVICE TO THE RATED ENTITY OR ITS RELATED THIRD PARTIES. DETAILS OF THIS SERVICE FOR RATINGS FOR WHICH THE LEAD ANALYST IS BASED IN AN EU-REGISTERED ENTITY CAN BE FOUND ON THE ENTITY SUMMARY PAGE FOR THIS ISSUER ON THE FITCH WEBSITE.

Copyright © 2013 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. In issuing and maintaining its ratings, Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer, the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating was issued or affirmed.

The information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. This opinion is based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. All Fitch reports have shared authorship. Individuals identified in a Fitch report were involved in, but are not solely responsible for, the opinions stated therein. The individuals are named for contact purposes only. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act 2000 of the United Kingdom, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.