



Santiago, 05 de abril de 2013

Señor  
Fernando Coloma  
Superintendente de Valores y Seguros  
Av. Libertador Bernardo O'Higgins 1449  
**Presente**

De mi consideración:

De acuerdo a lo establecido en el art. 92 de la ley N° 18.045, adjunto envío Actualización de la Metodología de Calificación para Administradores de Inversiones y Fondos Alternativos.

Sin otro particular, saluda atentamente a Ud.,

**ALEJANDRO BERTUOL**  
Managing Director

/lh

# Metodología de Calificación para Administradores de Inversiones y Fondos Alternativos

## Metodología Inter-Sectorial

Indice	Página
Principales Factores de Calificación	1
Consideraciones Generales	2
Limitaciones	3
Calificaciones de Administradores de Inversiones	4
Perfil de la Industria y Entorno Operacional	4
Fortaleza de la Franquicia	5
Administración de Riesgo	9
Rentabilidad	15
Estructura del Balance General	20
Capacidad de Servicio de Deuda	23
Calificaciones de Fondos Alternativos	24
Anexos	27-32

Este informe actualiza el informe de metodología con el mismo nombre, publicado el 23 de Diciembre de 2011 y es equivalente al informe "Investment Manager and Alternative Funds Criteria" publicado el 17 de diciembre de 2012.

### Metodología Relacionada

Metodología de Calificación Global de Instituciones Financieras, 11 de octubre, 2012

### Analistas

Meghan Neenan  
+1 212 908-1121  
[meghan.neenan@fitchratings.com](mailto:meghan.neenan@fitchratings.com)

Joo-Yung Lee  
+1 212 908-0560  
[jooyung.lee@fitchratings.com](mailto:jooyung.lee@fitchratings.com)

Nathan Flanders  
+1 212 908-0827  
[nathan.flanders@fitchratings.com](mailto:nathan.flanders@fitchratings.com)

James Longsdon  
+44 20 3350 1076  
[james.longsdon@fitchratings.com](mailto:james.longsdon@fitchratings.com)

Mark Young  
+65 6796 7229  
[mark.young@fitchratings.com](mailto:mark.young@fitchratings.com)

### Alcance

**Aplicación de la Metodología:** Este informe detalla la metodología utilizada por Fitch Ratings para analizar la fortaleza financiera de los administradores de inversiones globales (*global investment management*, IM) y de fondos alternativos (*alternative funds*, AF). La intención de esta metodología es que sea aplicable a nivel global. No todos los factores de calificación en esta metodología aplican a cada acción de calificación. Cada comentario de acción de calificación específica o cada informe de análisis crediticio discutirá los factores más relevantes para la acción de calificación en particular.

**Metodología Global:** Este informe inter-sectorial debe leerse en conjunto con el informe de metodología maestra de Fitch, titulado "Metodología de Calificación Global de Instituciones Financieras," con fecha de octubre de 2012, disponible en el sitio de Internet de Fitch en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com). Este informe describe cómo Fitch adapta su enfoque general de calificación de instituciones financieras para calificar IMs y AFs, y reemplaza el informe publicado el 23 de diciembre de 2011. La Metodología Maestra también describe las limitaciones de la metodología para las calificaciones de instituciones financieras en general.

**Principales Factores de Calificación Factores de Riesgo Clave:** La siguiente lista describe a grandes rasgos los factores de riesgo clave que Fitch considera en la determinación de la calificación final de un IM o AF dado. Las características de los IMs por categoría de calificación se detallan en el Anexo A; las características de AFs y compañías de desarrollo de negocios de grado de inversión versus aquellas de grado inferior a inversión se describen en el Anexo B.

**Fortaleza de la Franquicia:** Los factores considerados incluyen la diversificación de la mezcla de negocios del IM, así como el tamaño, la posición dentro de la industria y la trayectoria operacional del IM. Otros elementos importantes incluyen el perfil de gobierno corporativo de la entidad, la estructura legal, la presencia de concentraciones de negocios, los planes de negocio futuros y la exitosa implementación de la estrategia del administrador en el pasado. Para los AFs, la posición del fondo dentro de la industria, así como su trayectoria operacional y su estructura legal son factores importantes a considerar.

**Administración de Riesgos:** Los riesgos clave para los IMs y AFs incluyen los riesgos de desempeño de la inversión, los riesgos operacionales, de cumplimiento y de litigio, así como los riesgos crediticios de las contrapartes y los riesgos de mercado/precio de las inversiones ya sea dentro del AF o dentro del balance del IM. Los factores considerados incluyen el apetito de riesgo de la compañía, su capacidad de cuantificar los riesgos, así como los sistemas, procesos y límites establecidos para administrar/reportar estos riesgos.

**Rentabilidad:** Fitch toma en cuenta la sensibilidad de los ingresos del IM tanto a las condiciones de mercado en general como a los problemas que podrían surgir en sectores de mercado individuales. Fitch reconoce que las comisiones pre-establecidas evaluadas en relación a fondos comprometidos son más estables que las comisiones cargadas contra el Valor Neto de Activos (NAV) sujeto a las fluctuaciones de mercado diarias. Fitch también considera la flexibilidad de la base de gastos de un IM, así como su habilidad para resistir

**Elementos críticos de la Metodología Maestra:**

- Perfil de la Industria y Ambiente Operativo.
- Perfil de la Compañía / Administración de Riesgos.
- Perfil Financiero.
- Estrategia Gerencial / Gobierno Corporativo.
- Propiedad, Soporte y Factores de Grupo.

escenarios de estrés. Para los AFs, Fitch considera medidas de rendimiento en relación a ciertos índices de referencia, así como la volatilidad de estos rendimientos.

**Fortaleza del Balance General:** Fitch revisa el nivel de activos líquidos, la posición en efectivo y los volúmenes de deuda y capital de los IMs. El capital es especialmente importante para los IMs y AFs que poseen una cantidad significativa de activos líquidos o menos líquidos. Fitch también considera los planes contingentes de liquidez del IM o AF y su habilidad de acceder a fuentes de financiamiento externas en un escenario de estrés.

**Capacidad de Servicio de Deuda:** Fitch analiza la capacidad de los IMs de efectuar pagos oportunos para servir su deuda. Factores específicos incluyen indicadores que comparan el flujo de caja con los intereses pagados así como medidas que comparan el flujo de caja con el stock de deuda pendiente. Para los AFs, los indicadores de apalancamiento representan la principal herramienta de Fitch para evaluar la capacidad de servir la deuda.

### Consideraciones Generales

El alcance de este informe es global y se aplica a los IM y AF. Para los efectos de este informe de metodología, el término "administrador de inversiones" incluye una amplia variedad de empresas que administran inversiones, ya sea para partes externas o para sus propios accionistas. Las inversiones administradas pueden incluir acciones, instrumentos de deuda, créditos bancarios o inversiones alternativas, tales como capital privado (*private equity*, PE) o inversiones inmobiliarias. Las empresas evaluadas bajo estos lineamientos pueden estar constituidas bajo diversos marcos jurídicos, dependiendo de su modelo de negocio y la jurisdicción legal que les corresponda. Los emisores cubiertos bajo esta metodología incluyen, pero no se limitan a: las empresas administradoras de fondos tradicionales de renta fija o renta variable, tales como las empresas administradoras de fondos mutuos; las sociedades administradoras de inversiones alternativas, tales como PE, inversiones inmobiliarias o fondos de cobertura; y las empresas de desarrollo de negocios (*business development companies*, BDCs).

Asimismo, este informe de metodología se refiere a calificaciones asignadas a los AF o fondos conjuntos (en adelante denominados AF), tales como fondos de cobertura de riesgo u otros vehículos de inversión, así como a la deuda emitida por estos fondos. Sin embargo, estas metodologías no abordan el riesgo en los fondos de mercado monetario o diversos tipos de fondos de inversión cerrados registrados bajo regulaciones de inversión para distribución pública. Estas entidades son abordadas por criterios distintos. Esta metodología tampoco aborda la asignación de calificaciones de administradores de activos (*asset management ratings*), que son un grupo separado y distinto de calificaciones que proporcionan una evaluación del riesgo operacional; dichas calificaciones son comentadas en el informe de metodología de Fitch titulado "*Reviewing and Rating Asset Managers*", de fecha 13 de agosto de 2010, y disponible en el sitio de Internet de Fitch en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

Las consideraciones analíticas de las calificaciones de los AF difieren en algunos aspectos de las consideraciones analíticas utilizadas al calificar IMs. Este informe destacará los componentes de análisis aplicados a los IM. Al calificar un AF, la evaluación del fondo incluye un análisis del IM que administra el fondo, pero el análisis puede no abarcar toda la amplitud y el alcance del análisis aplicado a los IM al calificar estos fondos, aún y cuando el IM mismo no tenga una calificación (ver la sección Calificaciones de Fondos Alternativos en la página 24 para obtener información sobre los elementos de calificación adicionales para los AF). Más aún, al evaluar un AF, la calificación del fondo toma en cuenta elementos de la metodología IM descritos en este informe, aún y cuando el IM no tenga una calificación.

### Reportes Relacionados

[Alternative Asset Managers: An Industry Update \(Noviembre 2012\)](#)

[Business Development Companies - A Comparative Analysis 1Q12 \(Junio 2012\)](#)

Las metodologías descritas en este informe también pueden ser utilizadas para informar al proceso de calificación, o permitir a los analistas de Fitch entender las actividades de administración de inversiones de empresas en otras industrias tales como bancos, compañías de seguros y corredores de bolsa. Mientras que las entidades en cada una de estas industrias suelen estar cubiertas bajo distintas metodologías maestras o de sector-específico, importantes operaciones de administración de inversiones de estas entidades pueden ser revisadas utilizando algunas o todas las metodologías descritas en este informe. Sin embargo, Fitch no está estrictamente sujeto a definiciones legales. Algunos elementos de este informe pueden ser aplicados a bancos, corredores de bolsa, compañías de seguros u otras empresas que realicen actividades significativas de administración de inversiones. El análisis que hace Fitch de los IM incluye tanto factores cualitativos como cuantitativos, los cuales pueden ser externos o internos. Estos factores son los principales impulsores de las Issuer Default Ratings (IDR) asignadas a los IM. Algunos ejemplos de factores cualitativos son el gobierno corporativo, la administración de riesgos, y la diversificación en la mezcla de negocios. Algunos ejemplos de factores cuantitativos incluyen la rentabilidad, la composición de la cartera de inversiones, el desempeño de las inversiones, el apalancamiento, el financiamiento y la capitalización. El peso relativo de estos factores puede variar de acuerdo a las circunstancias específicas. Los factores externos incluyen: el entorno económico en el que opera el IM; las tendencias en los precios de las inversiones que son administradas; el marco legislativo, regulatorio y fiscal de la empresa; y la estructura del sistema financiero en el país en cuestión.

Existen varios elementos clave en la metodología maestra que se mencionan en una guía al margen para el análisis de todas las instituciones financieras. Los factores de calificación clave mencionados en la página 1 son específicos a este sector de la industria y se usan para fortalecer nuestro análisis general.

### Limitaciones

La metodología incorpora las limitaciones generales de calificación que Fitch destaca en su informe titulado “Metodología de Calificación Global de Instituciones Financieras,” del 11 de octubre de 2012, así como las descritas en la página de Definiciones de Calificaciones en el sitio de Internet de Fitch, y las complementa con limitaciones adicionales. Todos los IM se ven afectados por precios externos y las tendencias de liquidez en los activos que administran. Las calificaciones de Fitch son prospectivas a futuro y pueden considerar un razonable escenario de estrés en los precios de inversión y en la liquidez, así como un escenario más probable, o un pronóstico de consenso. Para llegar a su evaluación de un escenario pesimista, Fitch puede utilizar factores altamente subjetivos.

Adicionalmente, para los AFs o los IMs que tienen en su balance una exposición de co-inversión ya sea en fondos o inversiones subyacentes, Fitch requiere información suficiente sobre las inversiones subyacentes para poder evaluar el impacto potencial en el fondo o en la compañía. En la medida que esta información no sea pública o de alguna otra forma disponible, es difícil que Fitch pueda mantener las calificaciones en dichas entidades. A menudo, la participación o la cooperación de un emisor se hace necesaria para asignar y mantener las calificaciones ya que esta información es a menudo no pública y relevante para las calificaciones.

Otra limitación en la calificación de IMs de Fitch son los riesgos de evento. Un riesgo de evento se define como un acontecimiento imprevisto que, hasta que se conoce el evento, no está incluido en las calificaciones existentes. Algunos riesgos de evento importantes para los

IMs incluyen cambios repentinos, dramáticos e inesperados en los precios o la liquidez de los mercados financieros, decisiones regulatorias adversas o litigio, y las decisiones de la administración de otorgar soporte financiero a fondos administrados para clientes externos por razones de reputación. Estos son adicionales a los riesgos de evento aplicables a todas las instituciones financieras, tales como cambios en la estructura de capital, decisiones de adquisición/desinversión, y pérdidas por fraudes o errores operacionales. Algunas calificaciones pueden ya incluir un supuesto razonable de que el modelo de administración de negocios es vulnerable a los eventos del mercado financiero o a las presiones regulatorias, pero los detalles del evento y su efecto sobre el financiamiento, el capital y la liquidez no se conocerán hasta que el evento sea anunciado o consumado, momento en el que el efecto sobre las calificaciones puede ser determinado.

Aunque Fitch podría considerar eventos de baja probabilidad dentro de su análisis, dichos eventos por lo general forman parte de su análisis de escenarios. La capacidad de un emisor de resistir dichos eventos permite formar una idea sobre la resistencia relativa del modelo de negocios y la suficiencia de liquidez y flexibilidad de fondeo de la compañía. El desempeño relativo de un emisor bajo dicho análisis de escenario debería ser más fuerte en el tramo superior de la escala de calificación.

### Calificaciones de Administradores de Inversión

Fitch asigna IDRs de largo y corto plazo a los emisores IM. En los casos en que un emisor no tenga una deuda importante de corto plazo vigente, Fitch podría no asignar un IDR de corto plazo. Además, Fitch generalmente asigna calificaciones a nivel de emisión a emisiones de deuda de largo o corto plazo o de programas en curso.

Fitch no suele asignar calificaciones de soporte, pisos de soporte, ni calificaciones de viabilidad a los IM que no están organizados como bancos. Sin embargo, si Fitch determina que las calificaciones de un emisor garantizan la asignación de calificaciones de soporte, piso de soporte, o de viabilidad, lo hará a su discreción y cuando sea aplicable. En la ausencia de soporte, ya sea institucional o soberano, es poco probable que se asignen calificaciones de soporte y pisos de soporte. Las calificaciones de viabilidad sólo se asignarán a los IM que tengan calificaciones de soporte. Las metodologías de calificaciones de soporte, pisos de soporte y calificaciones de viabilidad abordadas por el informe de metodología maestra para las instituciones financieras aplicarán a cualquier IM organizado como banco, así como a las subsidiarias de asesoría de inversiones registradas o filiales bancarias.

### Perfil de la Industrial y Entorno Operacional

La evaluación que hace Fitch del perfil de la industria y el entorno operacional de un IM y un AF sigue los lineamientos establecidos en el informe de metodología maestra para las instituciones financieras; sin embargo, la comprensión de tanto los mercados externos para las inversiones que administran, como el marco regulatorio que rige su funcionamiento, son particularmente importantes para el análisis de calificación de los IMs y los AFs. Esto permite a los analistas tomar mejores decisiones sobre los atributos únicos de las instituciones individuales al discernir sus riesgos y oportunidades en términos tanto relativos como absolutos.

Los IMs están expuestos a una potencial volatilidad, al cambio en las condiciones de liquidez, y a la ciclicidad en los mercados geográficos y categorías de activos en los que operan, la cual muchas veces se encuentra fuera del control de la compañía. Los analistas consideran el

desempeño pasado durante bajas en los ciclos y *shocks* de mercado anteriores y tratan de entender qué mejoras se han realizado en las políticas y los planes de contingencia como resultado de esa experiencia previa. Si el IM tiene una trayectoria más corta, Fitch se fija en la aplicación de pruebas de estrés internas y modelos de simulación para entender la vulnerabilidad del negocio a eventos similares.

Los IMs también están expuestos a diferentes riesgos dependiendo de los estilos de inversión que incorporen, los cuales pueden afectar negativamente a sus calificaciones, en especial cuando sus balances generales tienen una exposición importante a las inversiones subyacentes. Las calificaciones de Fitch tienden a ver el desempeño a través del ciclo, y por lo tanto, su análisis crediticio intenta evitar asumir una continuidad prolongada de tendencias favorables durante un auge del mercado. En un escenario pesimista, los analistas de Fitch no esperan que las tendencias negativas continúen indefinidamente. Sin embargo, los analistas de Fitch consideran la calidad y profundidad de la liquidez y posición de capital de un emisor para determinar cómo las empresas calificadas se desempeñarían, en forma relativa, durante dichos ciclos.

Los requisitos regulatorios varían dependiendo de la estructura legal del IM o el AF, los productos que se ofrecen, y el país en el que los productos son distribuidos. Los principales requisitos regulatorios de los productos y mercados claves de un IM son factores importantes en la evaluación de las necesidades de tecnología y los procesos de administración de requisitos regulatorios (*compliance management processes*) de los IM, en particular para las empresas globales.

Se espera que los cambios en las regulaciones continúen, especialmente como resultado de la reciente crisis financiera, y estos cambios podrían impactar diferentes factores que afectan las IMs y AFs, incluyendo el entorno competitivo, los requerimientos de divulgación, las potenciales ganancias, y la disponibilidad de fondeo. Mientras que algunos cambios podrían resultar beneficiosos, incluyendo los límites sobre la participación de un banco en capital privado, otros cambios podrían afectar en forma negativa el perfil financiero de un emisor y serían una consideración importante en el proceso de calificación. Las BDCs están sujetas a una variedad de requerimientos regulatorios, incluyendo restricciones de apalancamiento y limitaciones de retención de capital, las cuales pueden cambiar a través del tiempo. Aun así, la opinión de Fitch del apalancamiento, por ejemplo, podría ser más conservadora que lo que está permitido por las regulaciones.

Los otros factores considerados en la evaluación del entorno operacional de un IM se analizan en el informe de metodología maestra para las instituciones financieras de Fitch. Como se señala en la metodología maestra, el comentario de Fitch sobre el perfil de la industria y el entorno operacional generalmente se limitará a los casos en los que la industria y el entorno sean los impulsores de la acción de calificación en particular en el momento.

## Fortaleza de la Franquicia

### Tamaño, Diversificación y Trayectoria Operacional

La evaluación de la fortaleza y profundidad de la franquicia de un IM, así como la capacidad del IM para salvaguardar el negocio existente y atraer nuevos negocios, es subjetiva pero importante en el análisis de Fitch, y a menudo un factor determinante detrás del crecimiento de las ganancias.

Algunas de las principales consideraciones que Fitch toma en cuenta en su análisis de la franquicia del negocio incluyen:

- La diversificación en la mezcla de negocio por segmentos de producto y cliente.
- La experiencia y el conocimiento profundo de la administración.
- La concentración de la clientela.
- La calidad de la red de distribución.
- El tamaño y la participación de mercado.
- La estructura de comisiones.
- La estrategia de crecimiento.
- El riesgo de reputación

La industria de los IM abarca muchos tipos de clientes, de producto y países. Los tipos de cliente se subdividen en inversionistas institucionales, mercado masivo (retail), e individuos de altos ingresos.

Los tipos de producto incluyen los de producción propia (que consisten en la creación de fondos o la operación de cuentas administradas, y la toma de decisiones específicas de inversión) y los de distribución (que consisten en ofrecer productos/fondos desarrollados por otras compañías para el inversionista final). Fitch considera una franquicia con una amplia diversificación en sus segmentos de cliente, lugares geográficos y tipos de producto como un factor positivo de calificación. Sin embargo, los analistas de Fitch consideran cuidadosamente las habilidades, la franquicia, y la experiencia de la administración en cada sector de mercado clave y su habilidad de manejar el crecimiento a través de diferentes condiciones de mercado.

La prueba decisiva para la diversificación es si las fuentes de ingreso se encuentran altamente correlacionadas. La diversificación por ubicación geográfica del cliente y por estrategia de inversión no sería suficiente para proveer diversidad en aquellos casos en que es probable que las fuentes de ingresos reaccionen de la misma manera a shocks de mercado desfavorables. Fitch también destaca que las correlaciones tienden a aumentar a medida que las condiciones de mercado deterioran. Fitch también evaluará el grado en que los sistemas de administración de riesgo y las habilidades de la gerencia son capaces de manejar diferentes tipos de productos.

La experiencia y trayectoria se consideran factores determinantes clave para la calificación. La existencia de un historial es la base para poder obtener capital de manera exitosa y discernir nuevas oportunidades de inversión debido al éxito histórico. Como parte de la evaluación de Fitch, una vasta experiencia en todos los sectores, los antecedentes profesionales, y las categorías de activos pueden afectar favorablemente la evaluación de la fortaleza de la administración. Fitch revisa las políticas y procedimientos desarrollados por la administración para alcanzar sus objetivos de inversión, así como la estructura organizacional de soporte, controles internos, administración de riesgo y sistemas de reporte gerencial.

Otras dos distinciones importantes son la concentración de la clientela y la diversificación de las fuentes de distribución. Algunos IM pueden derivar la mayor parte de sus ingresos de un puñado de clientes. Esto plantea un riesgo de ganancias reducidas si uno o más clientes importantes retiran sus fondos. De manera similar, si un IM distribuye sus productos a través de uno o varios intermediarios, su capacidad para mantener los activos bajo administración (AUM) y los niveles actuales de comisión puede verse dañada si la relación con distribuidores cambia. En consecuencia, la concentración de la clientela o la falta de diversificación de los canales de distribución podrían afectar desfavorablemente a las calificaciones. Sin embargo, los analistas de Fitch tomarán en cuenta factores atenuantes tales como las relaciones con las afiliadas o los contratos de largo plazo.

Fitch revisa la madurez, el tamaño y la participación de mercado de la firma para evaluar la capacidad de permanencia (*staying power*) de un IM. Los administradores que cuentan con ventajas de escala, participación de mercado y alcance geográfico, pueden absorber los cambios en el mercado con mayor facilidad. Los IMs más pequeños pueden compensar la falta de escala enfocándose en uno o varios sectores o estilos en los que su reputación y sus habilidades son particularmente fuertes.

La estrategia de crecimiento de la administración también es una consideración analítica importante. A menudo, el crecimiento sin infraestructura acorde para apoyar dicho crecimiento es un factor determinante negativo para la calificación. Por otra parte, un crecimiento moderado exitoso con disciplina demostrada en la administración de infraestructura e integración se consideraría favorable si contribuye a la franquicia a través de una mayor acumulación de AUM, una mayor capacidad de generar utilidades (particularmente si se trata de una fuente estable), una mejor reputación, una ampliación en los canales de distribución (nueva base de clientes), y una diversificación en los productos o el alcance geográfico. Para las sociedades de inversión que han crecido rápidamente a través de adquisiciones, los analistas de Fitch pueden determinar el éxito de la estrategia de crecimiento a través de la evaluación de los parámetros de adquisición y la disciplina de precios, el desempeño antes y después de la adquisición, la rotación de clientes, las estadísticas de retención de empleados y la capacidad de manejar la cultura de la organización.

#### Elementos de gobierno corporativo:

- Estructura legal, de propiedad y societaria.
- Conflictos de interés.
- Alineación de intereses / co-inversión
- Compensación.
- Transparencia.

## Gobierno Corporativo

Lineamientos generales de gobierno corporativo para todas las entidades jurídicas se discuten en “*Evaluating Corporate Governance*,” del 12 de diciembre 2012, disponible en el sitio Internet de Fitch [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com). Existen varias características específicas que aplican al gobierno corporativo de los IMs. El gobierno corporativo puede tomar diferentes formas, dependiendo de la naturaleza del negocio de la empresa, su estructura legal, las restricciones regulatorias relacionadas con sus principales actividades y la(s) jurisdicción(es) en que opera. Los IMs de capital abierto, generalmente establecidos como corporaciones, tendrán que aplicar los estándares de gobierno corporativo de las bolsas de valores locales, tales como el *New York Stock Exchange* (NYSE) y el *London Stock Exchange* (LSE), así como las leyes locales que aplican a compañías de capital abierto. La mayoría de los IMs de capital abierto tiene una junta directiva con comités de gobierno estándares, tales como un comité de auditoría, uno de compensación y otro de gobierno corporativo.

Los IMs de capital cerrado a veces se estructuran como sociedades. Las entidades de capital privado (PE) y otros administradores de activos alternativos a menudo se rigen por acuerdos de sociedades limitadas entre múltiples socios/sociedades generales (general partnerships, GP) y cada sociedad limitada, las cuales en forma colectiva constituyen el fondo. Las GPs están compuestas por diferentes miembros senior de la compañía, pero esto puede variar a través del tiempo. Aunque muchas entidades PE/sociedades de administradores de fondos alternativos son gobernadas por estructuras de comités, son los principios fundamentales de la entidad los que dirigen y controlan la mayoría de los aspectos de las decisiones de inversión y administración. El riesgo de persona clave prevalece dentro de la industria y puede ser un factor restrictivo para la calificación. Las entidades PE que poseen fondos fuera de los EE.UU. están sujetas a jurisdicciones legales locales que a menudo se rigen por escrituras de constitución u otras estructuras similares.

Fitch también evalúa los eventos desencadenantes (*trigger events*) dentro de los documentos que rigen un fondo (tales como los acuerdos de sociedad limitada o las escrituras de

constitución) que podrían permitir redenciones o retiros de fondos prematuros por parte de la sociedad limitada, o la eliminación de la GP. Un ejemplo sería una cláusula de persona clave que llevaría a un fondo a concluir su período de inversión. La manera en que se determinan estos eventos desencadenantes, ya sea por voto o por evento de persona clave, y bajo qué circunstancias, también se evaluaría en relación al potencial riesgo de liquidez si las redenciones o los retiros prematuros fuesen permitidos.

Fitch también evaluará la estructura de gobierno corporativo establecida por la compañía administradora para abordar los conflictos de interés. Las inversiones y estrategias de las empresas de fondos alternativos varían en forma significativa, pero ciertas políticas podrían permitir establecer posiciones tanto de renta variable como de renta fija en la misma compañía. Las posiciones en acciones y en deuda pueden mantenerse ya sea dentro del mismo fondo o en fondos separados pero pueden ser administradas por los principios de la misma entidad PE. En compañías que están pasando por una reestructuración o enfrentando una potencial quiebra, la propiedad tanto en deuda como en acciones puede presentar un importante conflicto de intereses.

La compensación de los socios generales es un método común diseñado para alinear los intereses de los inversionistas del fondo con los de las compañías administradoras. Las co-inversiones son otra forma de asegurar que los intereses de los socios generales coincidan con los de los inversionistas. Las compensaciones de los socios generales de los fondos podrían estar sujetas a límites de compensación en períodos de pérdida (*watermarks*), niveles de desempeño y/o recuperaciones (*clawbacks*) más altos.

Resulta primordial para los IMs el evitar prácticas que beneficien a la entidad por encima de los clientes (*self-dealing*). La mayoría de los marcos legales contienen prohibiciones contra prácticas que benefician al administrador a costas del cliente final. Aún en casos en que las prácticas no se prohíben específicamente, aquellas transacciones que parecen ser injustas o poco éticas podrían resultar en un litigio o un daño sustancial a la reputación. Un IM debería tener políticas y controles para detectar prácticas tales como las transacciones tardías, el *timing* de mercado, el *front running* (efectuando transacciones personales antes de las transacciones para los clientes), o el uso de información privilegiada. La incapacidad de detectar y controlar este tipo de problemas podría tener un impacto significativo sobre la calificación.

La estructura de propiedad también podría afectar la transparencia y preferencia por el apalancamiento. Fitch considerará el potencial que existe para que una empresa asuma riesgos, su cultura de riesgos y su transparencia hacia el inversionista. La transformación de una empresa desde una estructura de propiedad privada hacia una sociedad abierta podría tener un impacto negativo sobre la compañía, ya que los intereses de los accionistas podrían diferir de los intereses de los inversionistas del fondo.

Los IMs a menudo dependen fuertemente de una o unas pocas personas clave (muchas veces los fundadores) que, entre otras cosas: poseen un profundo conocimiento de la industria; una fuerte reputación y muchos contactos de negocio; tienen la capacidad de crear nuevas oportunidades de inversión y de atraer capital para invertir en los fondos de la entidad; y demuestran un buen juicio, experiencia y conocimiento en la selección de activos. La partida de una persona clave podría causar una alteración sustancial en las perspectivas de negocio futuras de una organización y resultar en un daño significativo a la franquicia.

Puntos a considerar de riesgo de Persona Clave:

- Efectividad de comités ejecutivos.
- Planes de sucesión, incluidos planes de contingencia.
- Seguro de persona clave para fondos.
- Derechos de reembolsos en caso de salida de persona clave.
- Lazos entre inversionistas con los ejecutivos.
- Profundización gerencial general.

## Propiedad, Soporte y Factores de Grupo

Tal como se destaca en la descripción de las calificaciones de soporte de Fitch en el informe “Metodología de Calificación Global de Instituciones Financieras,” del 11 de octubre de 2012, los determinantes clave de las calificaciones de soporte incluyen la propiedad, el soporte y otros factores relevantes de grupo. En la medida en que una entidad pueda contar con algún tipo de soporte, la IDR podría registrar una subida. Algunos IMs son de propiedad mayoritaria de un banco, una compañía de seguros o una empresa financiera diversificada de gran tamaño; las calificaciones de estos IMs podrían estar parcialmente o completamente determinadas por el soporte de la matriz. Las calificaciones de subsidiarias de asesoría de inversiones registradas que pertenecen a bancos, aseguradoras u otras compañías financieras diversificadas grandes se ven especialmente determinadas por el soporte de la matriz. Los analistas evalúan la estabilidad de la estructura patrimonial de la entidad, la importancia de las operaciones del IM para la matriz y el grado de integración de los sistemas de administración de riesgo y las políticas con la matriz, así como la habilidad y disposición de la matriz de apoyar el IM en caso que sea necesario. En general, la estructura de propiedad de los IMs puede incluir propietarios institucionales, individuos y familias privadas, accionistas bursátiles, e incluso propietarios estatales (a nivel nacional o regional).

### Consideraciones del factor clave

#### Administración de Riesgos:

- Rendimiento de las inversiones.
- Riesgo de inversión directa.
- Riesgo de crédito de contraparte / riesgo de crédito contingente.
- Riesgo de mercado
- Titularizaciones, sociedades limitadas y compañías de responsabilidad limitada.
- Riesgo operacional.
- Riesgo de cumplimiento, legal y de reputación.

## Estructura de Grupo

Los IMs pueden emitir deuda en diferentes partes de la estructura organizacional. Por lo general, Fitch evaluará la entidad emisora de deuda, pero también podría analizar y asignar calificaciones a la matriz del emisor de deuda, sus filiales operacionales claves y otras entidades relacionadas, cuando estime apropiado. En forma similar, para calificaciones de contraparte, Fitch analizará y evaluará la matriz de la contraparte y sus filiales y subsidiarias claves, a medida que se necesite. En aquellos casos en que se dependa de los flujos de caja de varias entidades afiliadas para apoyar el servicio de la deuda, la falta de acuerdos de soportes explícitos y obligatorios, tales como las garantías conjuntas e individuales de cada entidad, se consideraría un factor de calificación negativo. En la medida en que una compañía administradora posee intereses de sociedad general, Fitch estudiará si estos intereses son subordinados a los compromisos de deuda. Una subordinación se consideraría en forma más positiva, ya que los tenedores de deuda tendrían un derecho prioritario sobre los flujos de caja, antes de distribuir los ingresos entre los socios generales.

## Administración de Riesgo

La evaluación que hace Fitch de la administración de riesgos incorpora la evaluación del apetito de riesgo de un IM, así como la idoneidad y solidez de los sistemas que tiene establecidos. Si bien los analistas de Fitch pueden testear los sistemas y analizar las tendencias históricas del desempeño y las posiciones actuales para evaluar la veracidad/exactitud de las posiciones de riesgo declaradas, Fitch a menudo depende en forma significativa del aporte de la gerencia y de la revisión de herramientas creadas por el emisor en su análisis de administración de riesgo.

Algunos riesgos relevantes incluyen los riesgos indirectos para los inversionistas subyacentes, así como los riesgos a los que está directamente expuesta la empresa. La capacidad que tiene la gerencia de un IM para identificar, medir, administrar y monitorear el riesgo, es a menudo determinada por estos sistemas. Sin embargo, Fitch señala que su proceso de calificación no incluye la auditoría de estos sistemas o prácticas de administración de riesgos. Las áreas clave que los analistas toman en cuenta son:

- La independencia y eficacia de las funciones de administración de riesgo y de cumplimiento (*compliance*).
- La comprensión de y participación en los asuntos de administración de riesgo de la gerencia de más alto nivel, y las líneas jerárquicas establecidas.
- La existencia de una función de riesgo de inversión a nivel corporativo que monitorea los riesgos de inversión tomados por administradores individuales con el fin de evaluar el potencial impacto acumulado sobre las ganancias de la empresa.
- Cómo compara el desempeño de la inversión con el de los fondos administrados por sus pares o con los puntos de referencia relevantes para cada clase/estilo/producto de activo.

Los analistas examinan una amplia gama de riesgos, de los cuáles los más significativos se discuten a continuación.

### Desempeño de las Inversiones

El rendimiento de las inversiones es fundamental para los IM y los AF, ya sea que se especialicen en inversiones líquidas o activos alternativos. Los IM que administran activos para clientes institucionales enfrentan una competencia feroz por los activos, con flujos de activos estrechamente vinculados a un historial de rendimiento de tres a cinco años que se compara ya sea con el punto de referencia relevante o el universo de sus pares. Un desempeño que sea significativamente más débil que el de sus pares o que el de los puntos de referencia aplicables puede ser un factor determinante de calificación negativo, ya que resulta difícil para los administradores institucionales el mantener las cuentas existentes y atraer nuevos clientes. Esto es también cierto para los IM que administran fondos para inversionistas del mercado masivo e individuos de altos ingresos, quienes podrían enfrentar el reto adicional de perder el acceso a las plataformas de distribución de terceros. Sin embargo, períodos prolongados de desempeño superior al promedio que no se pueda explicar también requeriría un mayor análisis y podría llevar a una acción de calificación negativa si importantes debilidades en la administración de riesgo y/o una desviación significativa en el estilo habían sido el catalizador.

Un desempeño muy bajo de las inversiones puede resultar en un riesgo de litigio o en cargos subsecuentes contra las ganancias para reembolsar total o parcialmente a los inversionistas por pérdidas. Por ejemplo, un administrador de fondos de instrumentos de renta fija que invirtió en títulos de muy alto riesgo podría enfrentar un litigio por pérdidas aún y cuando las inversiones fueran técnicamente permitidas dentro del contrato de la cuenta o el prospecto. Aun cuando el IM no es vulnerable a los litigios, puede elegir reembolsar parcialmente dichas pérdidas con el fin de mantener las relaciones con los clientes o prevenir daños de reputación. Fitch considerará y posiblemente comentará sobre el historial de pérdidas y cargos de un IM cuando éstos sean significativos.

Los controles sobre el riesgo de la cartera de inversión varían de empresa a empresa. Algunas empresas prefieren no utilizar límites de riesgo formalmente establecidos, permitiendo a los administradores de cartera más libertad de acción. Otras empresas revisan y limitan el monto por el cual un administrador puede desviar de una cartera de referencia. El enfoque adoptado reflejará el modelo de negocio y el mandato de inversión del IM. Fitch también revisa la consistencia de los resultados y el grado en que las empresas son capaces de desempeñarse al nivel de sus pares y de las referencias de mercado.

## Riesgo Directo de Inversión

Fitch revisará los tipos y el enfoque de los procesos de inversión de los IM tales como firmas de capital privado, BDCs, y otros administradores de activos alternativos similares que hacen un amplio uso de su propio balance. Algunas consideraciones de calificación clave son la liquidez de las inversiones, la atomización de las posiciones individuales, la necesidad de que las inversiones futuras subsanen deficiencias en posiciones individuales, y las concentraciones de la industria en relación a la cartera total y al capital. Muchos de estos IM hacen inversiones que les dan cierto grado de control o influencia sobre las operaciones de la empresa subyacente. El objetivo suele ser agregar valor a través del tiempo mediante la reestructuración de las operaciones de la empresa. Fitch evaluará el historial que tiene la administración en este tipo de actividades y su capacidad para ya sea mantener dichas inversiones por largos períodos de tiempo o venderlas a un precio más alto una vez que el proceso de reestructuración haya sido completado.

Otras consideraciones importantes cuando el capital se ha comprometido incluyen los procesos de valoración periódicos de los IM y su capacidad para resolver problemas inesperados. El proceso de valoración puede ser difícil para las inversiones en empresas privadas y puede requerir técnicas de modelación, o basarse en ventas comparables. Fitch revisa lo razonable que resulte la metodología de valoración, la forma en que la administración resuelve las inversiones en problemas, y el uso de terceros para fines de valoración. Los IMs deberían contar también con herramientas para validar los modelos para asegurarse de que los procesos de valoración sean razonables. En este sentido, el grado de prioridad que tiene la inversión del IM dentro de la estructura global de capital de la compañía subyacente puede ser crítico. Los IM que invierten en acciones u otras posiciones subordinadas en comparación con inversionistas que mantienen posiciones de deuda no subordinada, aceptan un mayor riesgo, dado que los inversionistas con deuda no subordinada pueden ejercer un mayor control si la compañía subyacente experimenta dificultades financieras.

Los IM tradicionales que administran fondos para partes externas suelen hacer mucho menos uso de su balance. Sin embargo, los IM que administran fondos conjuntos, tales como fondos mutuos, a menudo proporcionan fondos de inicio - o capital inicial - para productos recientemente creados que no hayan tenido el tiempo para establecer un historial de rendimiento y de esa forma atraer a inversionistas externos. Asimismo, los administradores de activos alternativos pueden asignar pequeños montos de sus propios fondos a administradores de terceros antes de decidir si comprometen los fondos de sus clientes. Finalmente, Fitch ha observado casos en que los IM pueden prestar dinero a fondos para cubrir las necesidades de liquidez de corto plazo o las necesidades de reasignación de inversiones, por ejemplo. Al evaluar el riesgo de estas posiciones, Fitch considera la volatilidad de cada inversión subyacente, el tamaño de todas esas inversiones con relación al capital, y el historial de pérdidas del IM en dichas inversiones.

En iguales circunstancias, un IM que hace un uso extensivo de su balance e invierte en inversiones de menor liquidez tenderá a tener calificaciones más bajas que un IM que hace poco uso de su balance. Sin embargo, otros factores tales como la capitalización, el acceso a capital y la liquidez pueden contrarrestar estos factores.

## Riesgo Crediticio de Contraparte y Riesgo Crediticio Contingente

Los IM incurren en riesgo de contraparte a través de la inversión de fondos excedentarios en inversiones a la vista o de muy corto plazo y a través de transacciones con terceros. Los analistas de Fitch evaluarán los controles del riesgo crediticio de contraparte cuando el nivel de exposición podría llevar a importantes interrupciones operaciones, pérdidas de inversión, u obligaciones financieras para el emisor que podrían perjudicar su perfil financiero. Los fondos de inversiones a la vista, los fondos del mercado monetario, los fondos conjuntos de garantías de préstamo de valores (*securities lending collateral pools*), y otras inversiones a corto plazo administradas por IMs asumen un riesgo indirecto al invertir en inversiones líquidas de corto plazo. Estas inversiones suelen ser percibidas como de alta calidad. Mientras que el IM no es contractualmente responsable por las pérdidas en estas inversiones, la mayoría de los inversionistas implícitamente esperan que el IM administre estas carteras (pools) con el fin de mantener un valor constante. El no hacerlo puede llevar a la desagradable elección entre proveer soporte financiero a estos fondos o dañar su reputación al no proveer soporte a estos fondos. Como resultado, la falta de sistemas de crédito robustos en los IM que manejan niveles significativos de estos productos podría ser considerado un factor de calificación negativo.

Los IMs deberán haber establecido un marco para poder evaluar la probabilidad de que eventos externos podrían afectar la viabilidad de los fondos de inversiones a la vista. La eficacia y el alcance de estos marcos, junto con el mantenimiento de una sólida flexibilidad financiera, son primordiales para las calificaciones de aquellos IMs que patrocinan montos significativos en fondos de inversiones a la vista.

También ha habido ocasiones en que los IM han intervenido para otorgar soporte a fondos de largo plazo (tales como los fondos de cobertura) en los casos en que los principales inversionistas eran clientes favorecidos del IM. Los analistas de Fitch revisarán el historial de soporte a inversionistas, considerando tanto la frecuencia como la magnitud de dicho soporte. Junto con esta revisión, los analistas también evaluarán la probabilidad de que el IM elegirá proporcionar niveles significativos de soporte en el futuro. El soporte que se espera se otorgue en el futuro, que probablemente tenga un impacto negativo en las reservas de capital o en las reservas de dinero en efectivo, puede ser un factor de calificación negativo.

Los fondos de cobertura a menudo requieren apalancamiento en sus productos como parte de la estrategia de inversión. Este suele ser brindado por terceros. El IM puede proporcionar el apalancamiento a los productos de su fondo hasta que se pueda conseguir el financiamiento externo. Fitch revisará el nivel de dicha exposición como parte de su análisis.

Los IM pueden comprometerse a invertir en fondos junto con clientes externos. Este suele ser el caso de las firmas de capital privado. Fitch revisará el nivel de dichos compromisos para establecer qué tan importantes son en relación a la generación de efectivo y la disponibilidad de liquidez.

Fitch también podría revisar las políticas de inversión y concentración con respecto a los vehículos de inversión a la vista o de muy corto plazo que tengan mayor probabilidad de recibir soporte. Las políticas de inversión agresivas o los procesos de revisión crediticia inadecuados pueden considerarse un factor de calificación negativo, particularmente en los casos en los que un IM ya ha brindado con anterioridad niveles importantes de soporte.

La diversificación de las contrapartes es un punto que se enfatiza en el análisis de Fitch, ya que los IMs y AFs necesitan la flexibilidad de poder transferir las actividades de compensación/liquidación (*clearing*), transacción bursátil (*trading*) y/o préstamo de valores

(*securities lending*) a otra parte, si una de sus contrapartes enfrenta dificultades. Una alta concentración de contrapartes podría significar un mayor riesgo operacional y/o financiero, lo cual representaría un factor de calificación negativo.

Especialmente en el caso de los AFs, Fitch evalúa la diversidad de las principales relaciones de corretaje (*brokerage relationships*), las cuales constituyen una importante fuente de fondeo en el caso de los fondos de cobertura, así como de compensación (*clearing*), liquidación (*settlement*) y otros servicios mencionados arriba. Una exposición excesiva a una contraparte en particular que esté enfrentando dificultades financieras podría resultar en que el fondo de cobertura sea incapaz de retirar la garantía o los fondos excedentes declarados. Una diversificación de estas contrapartes generalmente se considera como un factor positivo, aunque esto tiene que balancearse contra los costos más altos y la potencial pérdida en eficiencia cuando se revisan las principales relaciones de corretaje. Además, Fitch trata de entender en qué medida un AF necesita segregarse sus activos, incluyendo la garantía, o requiere de límites sobre la rehipoteca del corredor de bolsa, con el fin de asegurarse el acceso a los instrumentos en caso que el corredor principal enfrente dificultades.

### **Riesgo de Mercado**

Para la mayoría de los IM, el riesgo de mercado lo tienen principalmente los inversionistas en sus fondos de manera que los riesgos son indirectos pero relevantes para el desempeño y la retención de clientes. El riesgo de mercado es un factor de calificación crediticia importante para los fondos a los que se les asignan calificaciones crediticias directamente o para los IM que co-invierten, ganan comisiones de desempeño, o difieren comisiones al fondo. Por ejemplo, los IM que co-invierten en gran medida pueden incluir capital privado y administradores de fondos de cobertura, así como BDCs. Los analistas pueden examinar los informes de administración que permiten conocer el apetito de riesgo de la empresa y cómo la empresa está midiendo y administrando el riesgo de mercado.

Los IM pueden incurrir en el riesgo de tasa de interés en el balance, en particular aquellas empresas que administren inversiones principalmente para sus propios accionistas. Los administradores que invierten en instrumentos de deuda para su propio balance pueden enfrentar un desajuste entre la revaloración de los rendimientos de dichos instrumentos y el vencimiento o la revaloración de sus obligaciones de deuda subyacentes. El análisis de Fitch incluye la revisión de los métodos usados para medir, monitorear y controlar estos riesgos.

Aparte de los IM alternativos y las BDCs, la mayoría de las otras empresas no incurren en cantidades significativas de riesgo de mercado. En la medida en que las operaciones de un IM generen niveles significativos de riesgo de mercado, Fitch solicitará información para evaluar cómo la infraestructura y los sistemas de administración de la empresa miden y controlan estos riesgos. Esto incluye cómo la empresa mide su riesgo de mercado, si tiene una estructura de límites, y qué tipo de pruebas de estrés utiliza la empresa. Dicha revisión incluye una revisión de las estrategias de cobertura, de si la empresa participa en coberturas de moneda o en coberturas de tasas de interés, y de si está sujeta a los requisitos de provisión de colateral o a otros gatillos basados en el mercado.

### **Titularización, Sociedades Limitadas, y Sociedades de Responsabilidad Limitada**

Los administradores de activos alternativos a menudo establecen vehículos independientes para mantener activos para los inversionistas externos. Estos pueden existir en una variedad

de formas. Pueden adoptar la forma de titularizaciones, tales como obligaciones de préstamo garantizadas, o por ejemplo pueden ser estructurados como asociaciones. El IM suele sostener una participación significativa ya sea a través de la participación en el capital de la titularización, como socio general (*general partner*, GP) de la sociedad limitada o como socio limitado (*limited partner*, LP) en el vehículo para su propio balance. Los intereses pueden ser reducidos a través de colocaciones a otros inversionistas externos. En otras ocasiones, el acuerdo está diseñado para ser permanente y es parte de la práctica de co-inversión de la empresa. Fitch evaluará el tamaño y la estructura de apalancamiento del vehículo en relación a los activos bajo administración (AUM) para determinar potenciales riesgos reputacionales que puedan surgir a raíz de un bajo desempeño de las inversiones. Si el vehículo es significativo, Fitch evaluará el impacto financiero que tendría la necesidad de apoyar la estructura con capital adicional y/o el impacto de las potenciales pérdidas sobre el capital co-invertido.

Fitch evalúa el impacto económico de estos vehículos dentro de su proceso de calificación, independientemente de que si los estándares de contabilidad requieran o no la consolidación en el balance. Fitch hará ajustes en los datos financieros publicados cuando sea necesario excluir a las entidades en las que el IM no tenga un claro interés económico. Por lo tanto, la metodología contable probablemente no tendrá impacto alguno sobre las calificaciones.

### Riesgo Operacional

Los procesos fallidos, ya sea en relación a problemas de cumplimiento, deficiencias operacionales, problemas de crédito, o desempeño débil de la inversión, con frecuencia conducen al riesgo de reputación, al riesgo legal, o a ambos. Por ejemplo, los IM cuyos inversionistas de corto plazo hayan sufrido pérdidas en fondos de inversiones a la vista podrían enfrentar riesgos de reputación y/o legales significativos si la empresa elige no brindar soporte al fondo en cuestión. Otro ejemplo sería una desviación relevante de un IM de su mandato de inversión. Por lo tanto, si Fitch determina que la infraestructura operacional de un IM es débil o el riesgo operacional no está bien controlado, es probable que esto se considere como un factor determinante de calificación negativo. Se espera que los IM de grado de inversión tengan marcos de riesgo operacional de adecuados a fuertes. Fitch evalúa cómo la entidad define, mide y mitiga dichos riesgos. Una parte clave del enfoque de Fitch es comprender la organización de la administración del riesgo y si los riesgos son identificados a través de un proceso de lo general a lo particular (*top-down*) llevado a cabo por el personal de administración de riesgos, o un proceso de lo particular a lo general (*bottoms-up*) llevado a cabo por cada unidad de negocio donde el riesgo reside.

Muchos IM subcontratan funciones operacionales clave a proveedores externos, tales como custodios de activos, servicios de valoración independientes, o procesadores de transacciones. En dichos casos, el riesgo operacional todavía existe pero está controlado por la administración y el análisis de la empresa de sus proveedores. El análisis de Fitch puede evaluar de qué manera el IM administra su selección y retención de proveedores cuando resulte práctico y pertinente.

Otro posible indicador de la calidad de la administración del riesgo operacional es el historial de pérdidas pasadas del IM, en caso que esté disponible. La mayoría de las empresas que cotizan en bolsa discutirán pérdidas significativas en su divulgación de información financiera. En el caso de las compañías cerradas, Fitch buscará examinar un historial de dichas pérdidas para comprender su naturaleza y si se han puesto en marcha controles suficientes para que su recurrencia sea menos probable.

## Riesgo de Cumplimiento (*Compliance*), Legal y de Reputación

El riesgo de cumplimiento es un subconjunto del riesgo operacional. Mientras que una sólida administración de riesgo de cumplimiento generalmente no se considera un factor positivo para la calificación, una función de cumplimiento ausente o deficiente podría causar una mayor volatilidad y una pérdida de confianza que podría llevar a una calificación mucho más baja que la sugerida por el resto del perfil de la compañía.

El proceso de evaluación de Fitch puede revisar la forma en que un IM administra el cumplimiento en un proceso en tiempo real a través de todas las jurisdicciones y límites de productos. Los analistas de Fitch podrán solicitar entrevistas con personal clave de la administración de riesgo en los casos en que los requisitos de cumplimiento parezcan particularmente complejos o cuando un IM haya experimentado problemas de cumplimiento significativos en el pasado. El historial de un IM con respecto a problemas significativos de cumplimiento es una parte clave del análisis de Fitch.

Los procesos fallidos, ya sea en relación a problemas de cumplimiento, deficiencias operacionales, problemas crediticios, o un débil desempeño de las inversiones, con frecuencia conducen al riesgo de reputación, al riesgo legal, o a ambos. Por ejemplo, los IM cuyos inversionistas de corto plazo hayan sufrido pérdidas en fondos de inversiones a la vista pueden enfrentar un significativo riesgo de reputación y/o riesgo legal si la empresa decide no brindar soporte al fondo en cuestión.

Los riesgos de reputación y los riesgos legales no son a menudo factores determinantes independientes de las calificaciones, pero pueden serlo cuando son significativos. En los casos en que los riesgos de reputación y legales afecten la capacidad de un IM para retener clientes, pueden dar lugar a grandes pérdidas, o puedan de otro modo obstaculizar las actividades comerciales en marcha, estos riesgos afectarán de forma adversa la calificación de un emisor.

### Consideraciones del factor clave

#### Rentabilidad:

- Tendencias
- Indicadores clave.
- Sensibilidad de las Ganancias a los Riesgos de Mercado.
- Pruebas de Estrés para las Ganancias.

## Rentabilidad

### Tendencias

Fitch generalmente empieza por observar la tendencia histórica del desempeño de las ganancias de un IM, la estabilidad y la calidad de sus ingresos, y su capacidad para generar ganancias. También examina las proyecciones de ganancias, si es posible respaldadas por presupuestos y pronósticos puestos a disposición por el emisor, así como cualquier plan de mediano plazo que pueda tener. Sin embargo, Fitch toma en cuenta la sensibilidad de las ganancias de un IM a las tendencias del mercado con el fin de evaluar la confiabilidad de las proyecciones de las ganancias. La combinación de productos y la fuerza de desempeño por producto son factores clave para brindar estabilidad en las ganancias. En la mayoría de los casos, Fitch también hace sus propias estimaciones sobre la vulnerabilidad de un IM a las tendencias adversas en los mercados externos para evaluar las capacidades de desempeño en un escenario de estrés.

Normalmente, las comisiones de administración son un componente más estable de las ganancias, aunque esto puede variar dependiendo de si estas comisiones se basan en compromisos de capital de los inversionistas (por lo tanto, no sujetos a la depreciación del valor de mercado), en los activos bajo administración o AUM (sujetos a la depreciación del valor de mercado), o en el valor neto de los activos del fondo (sujetos a la depreciación del valor de mercado). Un componente adicional al evaluar la estabilidad de las ganancias y de las

comisiones es si existen limitaciones de retiro para los inversionistas de los fondos. Generalmente, Fitch ve las limitaciones de retiro, particularmente las de largo plazo, de manera más favorable, ya que brindan a los IM una base más estable sobre la cual ganar comisiones. Los fondos y retiros escalonados son también generalmente vistos de manera más favorable desde una perspectiva de las ganancias, ya que aseguran que el cierre de un fondo no se traduzca en una caída dramática de las comisiones y, en consecuencia, de las ganancias.

Al evaluar el desempeño de las ganancias, Fitch generalmente compara los principales índices de desempeño no sólo con respecto a los pares del IM, sino también con respecto a un amplio universo de corporaciones por categoría de calificación. Aunque ningún índice en particular determina el nivel de calificación, el análisis de los índices de una empresa frente a sus pares y otras industrias ayuda a Fitch evaluar la calidad del desempeño de las ganancias.

El análisis de Fitch se basa en los estados financieros preparados bajo regímenes contables generalmente aceptados, tales como IFRS y U.S. GAAP. Si los considera necesarios para su análisis, Fitch podría hacer ajustes a las cifras reportadas en los estados financieros de un emisor, de manera que los indicadores de desempeño financiero sean lo más comparables posible de una jurisdicción a otra.

### Indicadores Clave

Además de las ganancias, las utilidades antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA) son un indicador importante para comprender el desempeño de las ganancias de un IM. Muchos IM tienen niveles significativos de gastos de amortización, ya que las adquisiciones a menudo resultan en intangibles amortizables. Fitch también puede tratar a la amortización de cargos diferidos como una adición al EBITDA cuando sea apropiado. Además de analizar las tendencias del EBITDA, Fitch puede examinar los indicadores de rentabilidad tales como el margen EBITDA (EBITDA a ingresos) o determinados indicadores de ingresos (por ejemplo, comisiones de administración) o de ganancias (por ejemplo EBITDA) como una proporción de los AUM, como parte de su evaluación de la rentabilidad de un IM.

Fitch también puede realizar ajustes en su cálculo del EBITDA sumándole la porción de los gastos de compensación que no se pague en efectivo. Esto normalmente representa efectivo que está disponible para el IM en el servicio de la deuda. La mayor parte de la compensación que no se paga en efectivo se paga en forma de acciones, lo que crea capital. Muchos IM utilizan la compensación basada en acciones para alinear los incentivos de los profesionales de la administración de inversiones con los del IM.

Fitch ajustará los resultados operacionales para derivar un nivel de EBITDA recurrente, mediante la eliminación de todos los ítems que se espera que no vuelvan a ocurrir o que podrían ser más volátiles en el tiempo. Algunos ejemplos incluyen:

- Cargos importantes incurridos para respaldar los fondos de inversiones a la vista, si las prácticas que generaron las pérdidas han sido descontinuadas.
- La porción de las ganancias/pérdidas sobre los vehículos de inversión consolidados que es traspasada a inversionistas externos.
- Las comisiones de desempeño de un administrador de activos alternativos y la participación del IM en las ganancias no realizadas (carry) sobre la cartera. También podría volver a sumarse al EBITDA toda o una porción de la compensación por desempeño pagada a los empleados.

La exclusión de las comisiones de desempeño y de los ingresos no realizados ayuda a los analistas en la evaluación de las tendencias de las ganancias fundamentales de un IM. Fitch generalmente no realizará este ajuste para los IMs que sólo obtienen una pequeña parte de sus ingresos de las comisiones de desempeño. Cuando sea apropiado, Fitch también analizará en qué grado los ingresos ajustados por las comisiones de desempeño absorben los gastos operacionales de un IM. Fitch normalmente se refiere al EBITDA en los casos de IM alternativos que reflejan estos indicadores y ajustes como el EBITDA relacionado con las comisiones (*fee-related EBITDA*, o *FEBITDA*). El Anexo A en las páginas 27-29 muestra indicadores de rentabilidad adicionales y otros índices relevantes.

Algunos IM alternativos también ganan cantidades significativas de comisiones de monitoreo y comisiones de transacción. Fitch calculará el FEBITDA incluyendo estas comisiones y también podrá realizar un segundo cálculo del FEBITDA excluyendo estas comisiones. Si estas fuentes de ingresos son relativamente estables a lo largo del ciclo económico, Fitch tiende a poner más peso en el cálculo del FEBITDA que incluye las comisiones de monitoreo y de transacción.

Fitch también analiza otros indicadores que relacionan las ganancias con los ingresos, los activos o el patrimonio. Para aquellos IMs que operan bajo la forma de bancos, los rendimientos sobre los activos (*return on assets*, ROA) y los rendimientos sobre el patrimonio (*return on equity*, ROE) también se consideran, además de los indicadores basados en EBITDA. Para BDCs y compañías similares que realizan inversiones en su propio balance general para beneficiar a sus accionistas, el ROA es la principal referencia. Para IMs tradicionales y alternativos, Fitch analiza el margen de ganancias antes de impuestos. Algunos IMs hacen ajustes a sus márgenes de ganancias antes de impuestos al excluir ciertos gastos que son traspasados a terceras partes (principalmente gastos de distribución). Cuando sea apropiado, Fitch también considerará estos márgenes de ganancias antes de impuestos ajustados por el IM.

### **Sensibilidad de las Ganancias a los Riesgos de Mercado**

Al analizar la rentabilidad, Fitch también evalúa el grado en que las ganancias de un IM o el desempeño de las inversiones de un AF son sensibles a los cambios en los mercados financieros. En general, Fitch considera un bajo grado de sensibilidad a los mercados financieros como un factor de calificación positivo, ya que tiende a resultar en una mayor estabilidad de las ganancias. Por lo tanto, Fitch considera qué tan susceptibles son las comisiones de administración, ya sea de las inversiones subyacentes o de los fondos, a los movimientos del mercado. En algunos fondos, las comisiones pueden basarse en el capital comprometido, el cual proporciona una base estable de ganancias en comparación con los fondos cuyas comisiones están basadas en el valor neto del activo (NAV) o algún otro indicador basado en el mercado. Cuando sea relevante, Fitch también considera si existen limitaciones de retiro (*lock-ups*) prevalecientes en los fondos, lo cual evita que haya redenciones por parte de los inversionistas y le permite a los IM administrar de mejor manera a las comisiones.

Muchos IM no tienen un interés financiero directo en los fondos o parte de los fondos que administran. A pesar de ello, pueden estar expuestos a los cambios en los precios de los activos financieros si sus comisiones están basadas principalmente en el valor de mercado de los AUM, o si dependen fuertemente de las comisiones de desempeño.

Los administradores que se especializan en la administración de inversiones en instrumentos de renta fija a la vista enfrentan una desventaja diferente en entornos de tasas de interés muy

bajas. Cuando los rendimientos de los activos líquidos son muy bajos, es posible que las cuentas de inversión a la vista no puedan ganar lo suficiente para pagar las comisiones de administración del IM y además arrojar un rendimiento positivo para los inversionistas. Los administradores pueden optar por renunciar una parte o la totalidad de sus comisiones de administración en dicho entorno, reduciendo las ganancias del IM. La compresión prolongada de las ganancias como consecuencia de la renuncia de comisiones puede afectar de manera negativa a las calificaciones.

Adicionalmente, las clases de activos no se mueven todas de la misma manera. Durante una economía fuerte, las acciones pueden tener un rendimiento superior, mientras que los instrumentos de renta fija se debilitan y los clientes liquidan sus posiciones a la vista para invertir en acciones. La relación se invertirá en una economía débil, en la que los inversionistas podrían evitar las acciones e invertir en instrumentos de renta fija y/o sus equivalentes a la vista. En una línea similar, ciertos estilos de inversión son dominantes en ciertos momentos, mientras que otros estilos dejan de tener relevancia. Sin embargo, Fitch señala que durante una crisis financiera mundial, los beneficios de la diversificación disminuyen considerablemente, dado que la mayoría de las clases de activos se correlacionan de forma más estrecha entre sí.

Fitch considera que las comisiones de desempeño son una fuente de ganancias inherentemente volátil, y a menudo las excluye o descuenta de su evaluación crediticia. Una dependencia muy fuerte en las comisiones de desempeño para cubrir gastos básicos de operación podría representar una restricción para las calificaciones. Algunos IM, particularmente los administradores de activos alternativos y los administradores de capital privado, obtienen una parte significativa de sus ingresos a través de comisiones de desempeño. Las comisiones de desempeño generalmente se calculan de acuerdo a una fórmula negociada con el cliente; sin embargo puede ser necesario que el IM registre un desempeño de la inversión superior a un punto de referencia pre-establecido. Los contratos de comisiones de desempeño también incluyen cláusulas que establecen límites altos (*high water mark clauses*) que pueden o no contener características de recuperación (*clawback*). Los límites altos eliminan la posibilidad de que el IM cargue comisiones hasta que el fondo administrado haya regresado a su valor más alto anterior. Las características de recuperación estipulan que el IM le devolverá al cliente las comisiones de desempeño anteriormente pagadas en aquellos casos en que el fondo haya incurrido en un desempeño negativo por un período prescrito. Los administradores de capital privado o de otros activos alternativos podrían depender de comisiones de transacción basadas en la creación de nuevos fondos o inversiones o en la salida exitosa de inversiones anteriores. Estas comisiones también son sensibles a las condiciones del mercado, dado que tanto las nuevas oportunidades de inversión, como la capacidad de salirse de las inversiones existentes, pueden ser limitadas cuando la economía es débil. Esto es también cierto para los IMs que administran fondos para sus propios accionistas, ya que éstos podrían depender de la colocación de acciones o deuda en los mercados de capitales para salir de una inversión madura y obtener una ganancia para sus propios accionistas. Dada su inherente volatilidad, Fitch no le da crédito explícito a las comisiones de desempeño y podría aplicar un descuento sobre las comisiones de transacción al evaluar los márgenes operacionales fundamentales (*core*) y el apalancamiento de flujo de caja medular. Sin embargo, Fitch sí tomará en cuenta un historial establecido de generación de comisiones de desempeño a través del tiempo, especialmente si estas comisiones provienen de un grupo diverso de fondos y estrategias. Este flujo de comisiones podría proveer un colchón adicional y de esta manera mejorar la flexibilidad operacional relativa de la empresa.

## Consideraciones del factor clave

## Estructura del Balance General:

- Liquidez.
- Fondeo y capitalización.
- Otros riesgos de balance general.

## Supuestos de prueba de estrés:

- Fuertes shocks en múltiples clases de activos.
- Reconocimiento de que algunas clases de activos podrían no estar bien correlacionados.
- Reducción limitada de los gastos.
- Para IMs alternativos, reducir el estrés en ingresos contractuales.

## Tolerancias en las pruebas de estrés:

- Un estrés severo puede afectar los indicadores de servicio de la deuda entre cero y dos *notches* sin tener impacto en las calificaciones.
- Resultados de pruebas de estrés que indiquen una diferencia de tres *notches* podrían resultar en una Perspectiva Negativa o baja en la calificación.
- Resultados de pruebas de estrés que indiquen más de tres *notches* de diferencia normalmente resultarán en una baja en la calificación.

La diversificación entre las clases de activos y los productos puede ayudar a reducir la sensibilidad a los riesgos de mercado. Parte de la capacidad de la administración para mitigar este riesgo implica decisiones estratégicas de largo plazo. Sin embargo, la capacidad de administración para medir la sensibilidad de las ganancias y determinar su impacto en un entorno de mercado adverso es también una consideración importante para los analistas de Fitch.

### Pruebas de Estrés para las Ganancias

Fitch evaluará el impacto que tendría un mercado financiero adverso sobre las operaciones de un IM o un AF. Para IMs y AFs que derivan la mayor parte de sus ingresos o retornos de activos financieros transados en los mercados bursátiles, Fitch asumirá una fuerte caída en los valores de mercado de los activos. Para aquellos IMs que derivan la mayor parte de sus ingresos de comisiones por transacciones, Fitch asumirá una reducción severa en la actividad de mercado. En muchos casos en que los IMs derivan sus ingresos de ambas fuentes, la prueba de estrés podría ser una combinación de ambas técnicas. La prueba de estrés específica usada por Fitch podría variar a medida que cambien las condiciones de mercado. Además, los casos para las pruebas de estrés pueden variar dependiendo de la ubicación geográfica, debido a diferentes condiciones de mercado. Fitch también considerará la habilidad de un IM o un AF de reducir sus gastos bajo un escenario de estrés. Sin embargo, por lo general, Fitch esperaría que la mayoría de los componentes del gasto no caigan con la misma intensidad que los ingresos.

Para aquellos IMs alternativos cuyas comisiones son establecidas contractualmente (por ejemplo, basado en los fondos comprometidos o en los fondos invertidos) Fitch no aplicaría un shock de mercado para los ingresos de negocios existentes. Sin embargo, Fitch normalmente asumiría una fuerte caída en la cantidad de negocio nuevo que un IM alternativo sería capaz de generar y también tomaría en cuenta las condiciones de salida contractuales “*step down*” y las salidas de fondos normales.

Las pruebas de estrés para los AFs y entidades que invierten directamente en beneficio de sus accionistas llevan descuentos a las inversiones de la cartera. Fitch típicamente variará el descuento dependiendo de lo riesgoso que sea una clase de activos. Por ejemplo, Fitch podría aplicar descuentos más severos a acciones que a deuda mezzanine, y descuentos más fuertes a deuda mezzanine que a deuda preferente. Al aplicar descuentos, Fitch tomaría en cuenta los mitigantes que pueda haber para la posición de riesgo, tales como las coberturas efectivas.

### Estructura del Balance General

#### Liquidez

La liquidez es especialmente importante para los IM que hacen un amplio uso de su propio balance. En mercados adversos, los IM pueden tener que cubrir pérdidas de operación, pagar fondos con vencimientos próximos, o cumplir con otros gastos. La mejor fuente de liquidez es el mantenimiento de instrumentos a la vista de bajo riesgo y no comprometidos en el balance general, para su uso en caso de necesidades imprevistas en un escenario de estrés. Esto incluiría reservas de efectivo inmediatamente disponibles en cualquier parte de la organización, pero normalmente excluiría el efectivo necesario para brindar soporte a las operaciones de las

subsidiarias reguladas, tales como filiales de un corredor de bolsa. Fitch podría optar por excluir el efectivo en poder de subsidiarias en otros países si dichas reservas no pudiesen ser repatriadas sin implicaciones fiscales importantes. Dichas fuentes de liquidez pueden ayudar a un IM a evitar la liquidación de activos ilíquidos en el balance general a precios devaluados. Otras inversiones no comprometidas de más largo plazo pueden también ser fuentes accesibles de liquidez si pueden ser vendidas de forma inmediata con pérdida mínima y en un corto plazo.

Fitch también evalúa la eficacia de las fuentes de liquidez basadas en pasivos. Las líneas de crédito renovables de largo plazo pueden proporcionar una fuente aceptable de fondos de emergencia. Al evaluar esta fuente, los analistas de Fitch considerarán la estabilidad y los recursos del prestamista(s), el vencimiento de la línea de crédito, y cualquier resguardo restrictivo o cláusulas de cambio adverso que pudieran restringir el acceso cuando sea necesario. Las líneas de crédito a corto plazo y no comprometidas pueden proporcionar liquidez en las fluctuaciones normales de operación, pero podrían no ser accesibles en una caída de la industria o en un problema específico de la empresa.

Las mismas consideraciones aplican, aunque en menor grado, para los IM que no hacen un extenso uso de su propio balance. Fitch espera que los IM tengan niveles razonables de efectivo o liquidez basada en pasivos para cumplir con pérdidas o desembolsos inesperados. En concreto, los IM deben tener liquidez suficiente para satisfacer los vencimientos esperados de deuda, el servicio de intereses, los pagos de dividendos, y otros desembolsos durante un período de estrés cuando el acceso a fuentes de financiamiento externo pueda estar interrumpido. Mayores niveles de cobertura de liquidez a lo largo de períodos más largos serían considerados de manera positiva. Fitch considera que los IM que patrocinan niveles significativos de fondos de inversiones a la vista (tales como fondos de mercado monetario) deben tener reservas adicionales de liquidez. Aunque no es probable que estos IM elijan brindar soporte en caso de pérdidas catastróficas en estos fondos, pueden evitar el daño de reputación si logran proteger dichos fondos de pérdidas más moderadas.

Como se señaló anteriormente, Fitch también revisa si existen retiros contingentes en la liquidez de un IM. Estos pueden adoptar la forma de cláusulas de disolución en los acuerdos de sociedad de responsabilidad limitada para los administradores de fondos, cuando se trate de un plazo más largo, los fondos con límites de retiro pueden tener eventos de terminación que permitan amortizaciones anticipadas bajo determinado evento, tales como un gatillo de persona-clave. Fitch revisa la probabilidad de estos gatillos, así como las posibles consecuencias si dichos gatillos fuesen activados. Si existen gatillos significativos que pueden ser fácilmente activados y que crean retiros de liquidez potencialmente significativos, es probable que las calificaciones se vean restringidas o afectadas de manera negativa.

En la mayoría de los casos, Fitch también revisará si los IM alternativos (fondo de fondos de cobertura, capital privado, y administradores de fondos de cobertura) han establecido características de límites de retiro y salida (*lock-up and gate*) en una parte sustancial de los fondos administrados para partes externas. Los límites de retiro permiten a los IM administrar las amortizaciones a los clientes y la liquidez necesaria para financiar dichas amortizaciones, lo cual es importante cuando se están creando nuevos fondos para darle tiempo a las inversiones para que aumenten de valor y evitar ventas forzosas en momentos de estrés. Los límites de salida (*gates*) presentan un factor positivo en el sentido que permiten a un fondo prevenir amortizaciones adicionales en un fondo, aun y cuando los inversionistas hayan excedido sus requisitos de límites de salida durante momentos de estrés para evitar un problema de liquidez y pérdidas masivas en un fondo. Sin embargo, la imposición de límites de

salida es probable que sea dañina para la reputación de un IM, el cual podría lastimar su capacidad futura para recaudar nuevos fondos y reducir las perspectivas de ganancias futuras. *(Para más información sobre el impacto de los límites de retiro y salida en las calificaciones de los AFs, consulte la sección de Calificaciones de Fondos Alternativos en la página 24).*

### Fondeo y Capitalización

Los IMs pueden tomar deuda para financiar adquisiciones, compromisos de co-inversión, satisfacer necesidades operacionales de corto plazo (tales como el pago de compensaciones de incentivo), o para proporcionar fondos a subsidiarias reguladas, tales como las empresas de corredores de bolsa. Al evaluar la estabilidad de dichas fuentes de fondeo, Fitch revisa el perfil de vencimientos de la deuda de un IM, las fuentes de repago para los vencimientos a corto plazo, la naturaleza de los resguardos de deuda significativos, y el desempeño actual y reciente de un IM en el marco de esos resguardos.

Fitch espera que los IM que hacen un amplio uso de su propio balance, tales como las compañías de desarrollo de negocios (BDCs) y los IM con inversiones directas importantes, tengan fuentes de financiamiento diversificadas. El acceso a la deuda no garantizada y el no depender de una fuente de financiamiento en particular son vistos como factores de calificación positivos.

Los típicos resguardos de deuda para los IM incluyen razones de coberturas del servicio de deuda (más frecuentemente calculados como gastos por intereses sobre EBITDA) y razones de apalancamiento (más frecuentemente calculados como deuda sobre EBITDA, pero a veces también como deuda sobre patrimonio). Recientemente, en vista de la fuerte caída en muchos sectores de los mercados financieros, algunos prestamistas han añadido resguardos mínimos de AUM. Los IM que administran activos principalmente para sus propios accionistas pueden tener resguardos algo diferentes. En estos casos, es probable que Fitch considere indicadores más enfocados en el balance (por ejemplo, deuda/patrimonio tangible o patrimonio/activos). Las BDCs en los Estados Unidos están restringidas por ley a mantener un índice de activos-a-deuda neta mayor a 2.0x. Algunas BDCs también tienen resguardos de valor neto mínimo estipulados en términos de dólares. Sin embargo, Fitch considera que los prestamistas están haciendo este tipo de resguardo más flexible atándolo a un porcentaje de activos. El utilizar un resguardo de valor neto absoluto pone tanto al prestatario como al prestamista en desventaja si la BDC trata de deshacerse de parte de su cartera en una caída del mercado.

Al evaluar el desempeño en relación a los resguardos de deuda, Fitch utilizará el cálculo del EBITDA de la entidad crediticia, que puede ser más amplio que la propia definición de Fitch. En la mayoría de los casos, los IM de grado de inversión tendrán un monto razonable de margen en sus resguardos de deuda. Fitch señala que los IM sin grado de inversión tienden a tener resguardos más restrictivos que las empresas con calificaciones más altas. Los analistas de Fitch revisan los resguardos financieros y otros requisitos pertinentes en los contratos de crédito para asegurarse de que ningún resguardo haya sido violado, y que incumplimientos técnicos u otras acciones adversas no estén siendo ejercidas en contra del emisor. El incumplimiento de resguardos u otras restricciones es probable que tenga un impacto negativo en la calificación del emisor.

Para los IM más pequeños que no cotizan en bolsa, el acceso a los mercados de deuda puede ser una consideración crítica. Las empresas pequeñas de capital cerrado con ganancias estables y bajos niveles de deuda, pero sin historial de acceso o capacidad para acceder a los mercados de capitales, probablemente no recibirían calificaciones de grado de inversión. Por

otra parte, el acceso demostrable a una serie de mercados de deuda en entornos de mercado tanto estables como en dificultades, tendrá probablemente un impacto positivo sobre las calificaciones.

Fitch comienza su análisis de capitalización mediante la evaluación del nivel de capital primario (core) de un IM, tal como se define en el informe de metodología maestra de instituciones financieras del 11 de octubre, 2012. Sin embargo, dado que muchas de las diferencias entre el capital fundamental Fitch y el capital común tangible no son relevantes o no están disponibles para muchos IM, el capital común tangible se puede utilizar en su lugar. Fitch define el capital común tangible como el capital común menos la plusvalía y otros intangibles. Ambos métodos enfatizan el capital común, que es la forma de capital que Fitch considera más disponible para absorber pérdidas imprevistas.

Fitch observa que los IM que simplemente administran activos para inversionistas externos a menudo no tienen balances considerables que requieran una absorción de pérdidas significativa. En tales casos, la capitalización podría ser menor y el capital común tangible podría ser negativo, incluso al nivel de grado de inversión. Sin embargo, Fitch esperaría que dichos IM tengan suficiente efectivo y capacidad para generar efectivo para compensar los litigios o pérdidas de operación inesperados según sea el caso dado el alcance de sus operaciones.

Para los IM que sólo administran inversiones de sus propios accionistas, así como para aquellos que tienen una exposición de co-inversión importante, la capitalización es a menudo una consideración más significativa. Al revisar la idoneidad de la capitalización, Fitch considera el tamaño de la base de capital en relación al riesgo del IM. Fitch considera la liquidez y las características de pérdida potenciales de la cartera de largo plazo, la volatilidad en los precios de los activos que regularmente están marcados a precios de mercado, y el historial de errores operacionales del IM, las pérdidas por litigios o sanciones regulatorias, y las decisiones pasadas de brindar soporte a clientes externos. En la medida que el capital sea un factor de análisis significativo, Fitch toma en cuenta las políticas de administración con relación a los objetivos de razón de capital mínimo, los programas de recompra de acciones, y el pago de dividendos, así como la capacidad del IM para recaudar capital nuevo y su record de generación de capital interno. En caso de estar sujeto a requisitos de capital regulatorio, Fitch también revisará dichos requisitos, ya sea en la propia empresa o en cualquier subsidiaria regulada. Las subsidiarias importantes de los IM que tengan calificaciones de grado de inversión deberán tener un colchón razonable de capital por encima de los mínimos regulatorios.

Al asignar calificaciones a nivel de deuda, las consideraciones de *notching* incluyen las limitaciones de apalancamiento regulatorio, la mezcla de financiamiento garantizado/no garantizado, y las garantías disponibles. El análisis de garantías además incluye una evaluación de la calidad y liquidez relativa de los activos en el balance.

### Otros Riesgos de Balance General

Los IM que generan cuentas por cobrar por cargos diferidos en ventas pero que no las titularizan, las mantienen en su propio balance. Estas cuentas por cobrar están basadas en un porcentaje de la cuenta del inversionista. Se vuelven susceptibles a incobrabilidad si el valor de la cuenta disminuye drásticamente después de la venta; en tal circunstancia, es poco probable que el IM recupere su inversión inicial. Fitch revisará los cargos diferidos por ventas

por la posibilidad de deterioro cuando dichas cuentas por cobrar son suficientemente significativas para imponer un riesgo importante sobre las ganancias.

Muchos IM crecen mediante adquisiciones y, por lo tanto, acarrean un monto significativo de plusvalía y otros activos intangibles en su balance. Estos activos también son susceptibles al deterioro si la viabilidad de la empresa adquirida se deteriora. Fitch tomará en cuenta el potencial de dicho deterioro en su análisis según proceda. Fitch reconoce que el deterioro no tendrá impacto alguno en el capital tangible o en el capital fundamental Fitch, que son las dos medidas de capitalización que Fitch monitorea. Sin embargo, un deterioro significativo sería un indicador negativo de la salud general de la actividad principal de un IM.

## Capacidad de Servicio de Deuda

El método que usa Fitch para evaluar la capacidad de servicio de deuda varía dependiendo del tipo de institución. Para IMs tradicionales, Fitch monitorea la cobertura de intereses y el apalancamiento del flujo de caja. El indicador más comúnmente usado para cobertura de intereses es EBITDA sobre intereses pagados. Para IMs que pagan dividendos preferentes, Fitch también calcularía EBITDA sobre intereses pagados y dividendos preferentes. El indicador más comúnmente usado para medir el apalancamiento del flujo de caja es deuda/EBITDA. Fitch generalmente trata la mayoría o todas las acciones preferentes de los IMs tradicionales como deuda.

Fitch usa los mismos indicadores para IMs alternativos, con la diferencia que la medida de flujo de caja generalmente es FEBITDA en vez de EBITDA. FEBITDA excluye fuentes de ingresos tales como las comisiones de desempeño e ingresos o egresos no realizados, los cuales tienden a ser más volátiles.

Fitch reconoce que algunos IMs alternativos evalúan sus comisiones en relación a los activos invertidos o los activos comprometidos en vez del Valor Neto de Activos (NAV). Estas comisiones son preestablecidas y no varían con las condiciones de mercado. Por lo tanto, un IM alternativo que evalúa sus comisiones en relación a los fondos comprometidos o invertidos podría tener una ventaja en su calificación de uno o más *notches* comparado con un IM similar que evalúa sus comisiones en relación al NAV.

Cuando sea posible, Fitch compara los índices de cobertura de servicio de deuda y los índices de apalancamiento con los de los pares más similares al IM, usando las definiciones propias de Fitch. Cuando sea apropiado, Fitch podría referenciar los índices de servicio de deuda y apalancamiento del IM contra un universo amplio de corporaciones, incluyendo empresas no financieras.

Los índices basados en EBITDA y FEBITDA no tienen sentido para muchos IM bancarios que reinvierten sus depósitos y otros fondos de clientes en carteras de inversiones y préstamos. Para la mayoría de los IMs bancarios, especialmente los de bancos custodios y bancos privados, la evaluación de la capacidad de servir la deuda refleja la evaluación que se hace de la liquidez y del capital discutida bajo la Estructura del Balance General más arriba. La capacidad de repago depende del nivel de deuda en relación al total de activos del IM bancario, así como de su capacidad de generar capital. Para bancos organizados bajo una estructura de holding, Fitch también determinaría si la matriz tiene suficiente liquidez para servir la deuda, cumplir con los vencimientos de corto plazo y efectuar otros desembolsos esperados.

### Principales indicadores del Factor clave

#### Capacidad de Servicio de la Deuda:

##### IMs Tradicionales:

- Deuda/EBITDA.
- EBITDA/ Gasto de Intereses.

##### IMs Alternativos:

- Deuda/FEBITDA.
- FEBITDA/ Gasto de Intereses.

## Calificaciones de Fondos Alternativos

Gran parte de la evaluación anterior de los IMs se considera en las calificaciones de un fondo alternativo (AF), particularmente porque brinda información sobre cómo está siendo administrado un fondo y la infraestructura que soporta a dicho fondo, la cual incluye los recursos, la administración de riesgo, y los sistemas. Sin embargo, el enfoque del análisis de Fitch para los AFs tiende a incluir los activos subyacentes del fondo, así como la estrategia del fondo, ya que los activos proporcionan la fuente principal de repago de las obligaciones. Un fondo no suele beneficiarse de una estructura de comisiones estable como lo suelen hacer a menudo los IM a través de las comisiones de administración, ya que los fondos suelen pagar estas comisiones al IM (empresa de administración o GP) y son preferentes en la cascada en términos de la prioridad de pagos. En consecuencia, la principal fuente de repago se deriva de las inversiones subyacentes en el fondo y las ventas de estas inversiones para cumplir con las obligaciones en curso.

Componentes claves del análisis de Fondos Alternativos:

- Calidad de inversiones subyacentes.
- Estructura legal del fondo.
- Apalancamiento del fondo.
- Administración de riesgo y liquidez.
- Cobertura de activos.

Mientras que Fitch no lleva a cabo una evaluación detallada de cada inversión individual que subyace a un fondo, sí observa la industria, la estrategia general del fondo, y las concentraciones geográficas y de productos en toda la cartera. También evalúa el nivel de efectivo e inversiones líquidas, ya que los AF dependen de las inversiones de los fondos para el repago de obligaciones, ya sea a través de flujos en efectivo de estos activos o ventas de activos (cobertura de activos). Con frecuencia, los activos de un AF pueden tener importantes inversiones de menor liquidez, las cuales Fitch a menudo descuenta en su análisis de liquidez. Además, el desempeño de las inversiones de los fondos por debajo de sus pares en el mercado, directamente disminuye su capacidad de repago y por lo general es un factor de calificación negativo. Muchos fondos, particularmente aquellos fondos que mantienen activos de menor liquidez o aquellos con estrategias de inversión volátiles, encontrarán difícil obtener una calificación de grado de inversión, aún y cuando hagan un extenso uso de límites de retiro o tengan la capacidad para imponer límites de salida a los inversionistas.

## Estructura Legal del Fondo

Fitch evalúa la estructura legal de los fondos que están siendo calificados, así como la del administrador del fondo y de otras asociaciones o empresas relacionadas con los fondos. La jurisdicción legal es evaluada por potenciales restricciones a las transacciones, la ejecución de cláusulas de colateral, y el acceso a los activos en caso de liquidación de los fondos. La jurisdicción legal podría influir en la calificación si se espera que los activos y los acuerdos de garantía sean difíciles de ejecutar. Fitch también se esfuerza por revisar los documentos que rigen el fondo, poniendo especial atención a los derechos de redención de los inversionistas (siendo los límites de salida considerados de forma más positiva), los eventos de persona-clave y otros gatillos de liquidación. Las disposiciones de extensión de los fondos también pueden ser incluidas, las cuales son generalmente vistas de manera más favorable, dado que permiten que las liquidaciones bajo estrés sean más ordenadas. Además, estos documentos rectores pueden proporcionar limitaciones a la inversión en términos de concentración, producto, o restricciones geográficas.

## Apalancamiento del Fondo

Fitch considera el grado de apalancamiento inherente al fondo y si la deuda está garantizada. La calificadora analiza el apalancamiento de manera similar a los corredores de bolsa, utilizando el NAV como sustituto de capital (para los indicadores específicos de apalancamiento aplicados, véase el Anexo B, en la página 30. Dado que las ganancias de los

AF son menos estables debido a que las comisiones son generalmente pagadas al IM y preferentes a los pagos de deuda, y el repago de obligaciones suele provenir de la venta de activos, los cuales a menudo son menos líquidos, unos niveles altos de apalancamiento serían considerados como un atributo de calificación negativo.

### Administración de Riesgo y de Liquidez

Referencia para AFs (especialmente fondos de cobertura):

- Rentabilidades acumuladas mensuales/anuales.
- Ingresos medios mensuales/anuales.
- Desviación estándar de los retornos.
- Porcentaje de retornos mensuales de ganancias vs. pérdidas.
- Análisis de punto máximo a punto mínimo y de período de recuperación.
- Índices de Sharpe y Omega.
- Consistencia de los retornos (comparaciones con VAR/otros límites de riesgo).
- Inversiones en reaseguros.

Ejemplos de activos menos líquidos:

- Propiedad de compañías por encima del 5%.
- Capital privado.
- Bonos de alto rendimiento.
- Préstamos integrales o préstamos apalancados.
- Titarizaciones de Mercados emergentes.
- Obligaciones de préstamos colateralizadas.
- Deuda Mezzanine.
- Credit default swaps.
- Swaptions.
- Swaps de retorno total.
- Inversiones en otros fondos.
- Swaps de correlación/varianza.
- Inversiones de reaseguros.

La supervisión e infraestructura de la administración de riesgos se realiza normalmente a través del IM, y por lo tanto, el análisis de la administración del riesgo de un IM anteriormente detallado en este informe se considera cuando es pertinente (algunos de los factores pueden ser más o menos relevantes para una calificación de un fondo). El IM proporciona la cultura de riesgo y la estrategia del fondo. En particular, el desempeño de la inversión y el riesgo operacional son relevantes para la calificación de un fondo en la medida que las debilidades exponen al fondo directamente a pérdidas.

Una revisión más detallada de la administración de riesgo de un AF también es evaluada en la calificación, en particular para las calificaciones de fondos de cobertura. Para las empresas con una exposición más compleja a los riesgos de mercado, los analistas discutirán y revisarán el valor en riesgo (VAR) o la producción de ganancias en riesgo, los límites de limitación de pérdidas (*stop-loss limits*), las concentraciones, y los resultados de las pruebas de estrés. Los métodos se analizan con la administración de las diversas estrategias. Las calificaciones están muy influenciadas por el grado de independencia en la medición del riesgo y en la administración. Fitch también prefiere que la administración comparta el desempeño relativo de los fondos al medir el riesgo, como se demuestra a través de la comprobación o prueba retroactiva cuando existe información disponible. En este contexto, Fitch también revisa los límites asignados a la junta directiva u otras políticas que establecen los niveles de tolerancia de riesgo de los AF. Fitch considera que las pruebas de estrés de los escenarios también pueden proporcionar información valiosa sobre la exposición al riesgo de una entidad. Cuando esté disponible y sea relevante, Fitch evaluará las pruebas de estrés efectuadas por los AF y, en la medida que sea posible, evaluará el desempeño histórico del fondo con respecto a las mediciones de riesgo.

Fitch también evalúa los retornos periódicos para medir su estabilidad y compararlos con el VaR o medidas de riesgo alternativas. Cuando sea apropiado, Fitch podrá solicitar a los AF de fondos de cobertura que reporten los retornos mensuales de manera que puedan ser comparados con las medidas internas de riesgo de los AF.

Fitch intenta alinear el desempeño mensual y anual de los fondos con los objetivos establecidos por la administración, así como el apetito de riesgo establecido por la administración. Los retornos de desempeño que estén excesivamente por encima de los límites VaR/límites del riesgo mensual y sean mayores que la volatilidad esperada, medida por la desviación estándar, podrían llevar a un análisis y una discusión adicional con la administración para determinar el origen de dichos atributos. Adicionalmente, Fitch puede revisar la suficiencia e idoneidad de los sistemas de medición de riesgo.

Fitch podrá analizar la estructura de los períodos de limitaciones de retiros y salidas impuestas a los AF en su evaluación de la administración de liquidez. Las limitaciones a los retiros y las salidas pueden ser herramientas contractuales importantes cuando los activos subyacentes del fondo no son extremadamente líquidos y los inversionistas de largo-plazo pueden verse perjudicados por desembolsos repentinos. Las calificaciones de los AF, en particular aquellos que invierten en activos de menor liquidez o en activos con una volatilidad de precios

significativa, pueden verse afectadas de manera negativa si Fitch considera que los acuerdos de limitación de retiros y salidas no protegen adecuadamente a los acreedores e inversionistas de los fondos. Las limitaciones de retiros permiten a un fondo administrar las amortizaciones de clientes y la liquidez necesaria para financiar estas amortizaciones, además de darle tiempo a las inversiones del fondo para que su valor aprecie. Las limitaciones de salida presentan un factor positivo ya que permiten a un fondo evitar redenciones adicionales de un fondo aun y cuando los inversionistas hayan excedido sus límites de retiros durante momentos de estrés para evitar un problema de liquidez y ventas forzosas. Sin embargo, la imposición de límites a las salidas puede ocasionar un daño de reputación a la capacidad de un fondo para atraer nuevos inversionistas, reduciendo potencialmente las perspectivas futuras de un fondo, lo que tendría un obvio impacto negativo sobre las calificaciones.

Las características de un fondo de grado de inversión incluyen un grupo diversificado de activos líquidos altamente calificados, unas fuertes prácticas de administración de riesgos, fuertes disposiciones que limiten los retiros y las salidas, un apalancamiento moderado, y fuertes lineamientos de liquidez. Los fondos de grado de inversión también serán de tamaño y poder de permanencia considerable (probablemente de USD2 mil millones de activos o más), tendrán un sólido historial de rendimiento de inversiones, y habrán presentado estados financieros auditados por al menos cinco años.

## Anexo A — IMs Tradicionales y Alternativos

### Características de un IM con calificación 'A' o más alta

Es inusual que un IM sea calificado en la categoría de las 'AA'. La exposición de estas instituciones a mercados de inversión altamente volátiles crea un grado de volatilidad en la base de los ingresos que resulta difícil de sostener en un nivel de 'AA'.

**Franquicia:** Un IM en esta categoría debería tener una fuerte posición de mercado (entre los 20 más importantes) en una o más industrias a nivel nacional o global y debería tener una escala/tamaño considerable en los negocios clave. El IM generalmente tendrá una trayectoria positiva en la integración de adquisiciones, en alcanzar metas de crecimiento orgánico o en cumplir con otras iniciativas estratégicas. La toma de decisiones está ampliamente distribuida a lo largo de la empresa, sin que haya un individuo en particular que controle la selección de riesgos.

**Rentabilidad:** Los IMs en esta categoría deberían demostrar consistencia en su rentabilidad, aunque la rentabilidad podría caer fuertemente en períodos de estrés de mercado. La mezcla de ingresos podría tener una menor diversificación que la de una compañía en la categoría 'AA', pero no debería depender de un solo producto o clase de activos. Los márgenes de rentabilidad antes de impuestos deberían ser superiores al 20%.

**Administración de Riesgo:** Procesos formales de administración de riesgo operacional deberían estar implementados. Algunos IMs en esta categoría podrían tener procesos descentralizados para la toma de decisiones, pero la información sobre las posiciones y los riesgos clave deberá estar disponible para la gerencia de más altos rangos y/o los comités de junta directiva. El IM podría haber exhibido algunas pérdidas operacionales o de litigio en el pasado, pero éstas tienden a ser esporádicas. Cualquier pérdida operacional significativa en un producto o actividad determinada se corregirá inmediatamente.

**Estructura del Balance General:** El nivel de co-inversiones en el balance general o de inversiones de capital inicial o semilla (*seed capital*), u otros activos en riesgo normalmente sería bajo. Los IMs además deberán tener suficientes fuentes de fondos en efectivo para cumplir con contingencias inesperadas, tales como litigios, pérdidas operacionales o pérdidas relacionadas con el apoyo de clientes. Todos los IMs en esta categoría deberían tener un acceso inmediato a los mercados de capitales incluso en entornos de mercado difíciles.

**Capacidad de Servicio de Deuda:** Los IMs deberían tener una amplia cobertura de intereses pagados mediante EBITDA (o FEBITDA). Para IMs que evalúan las comisiones en relación al NAV de los activos bajo administración (AUM), la cobertura sería normalmente de 12.0x o más. Para IMs que evalúan las comisiones en relación a los fondos comprometidos o invertidos, la cobertura generalmente sería de por lo menos 8.0x.

Los IMs en esta categoría además deberían tener un apalancamiento relativamente bajo, con una deuda/EBITDA de 1.5x o menos o deuda/FEBITDA de 2.5x o menos.

### Características de un IM con calificación 'BBB'

**Franquicia:** El modelo de negocios de los IMs en esta categoría podría estar concentrado en un solo negocio, aunque diversificado en términos de estilos de inversión. Los IMs pueden haber tenido dificultades en alcanzar sus planes estratégicos o en integrar sus adquisiciones. Una sola persona o un grupo de personas podrían tener una influencia especialmente grande en la toma de decisiones, pero existen controles que compensan esto como la supervisión por auditores o directores.

**Rentabilidad:** El IM debería ser rentable en la mayoría de las condiciones de mercado. Sin embargo, las pérdidas relacionadas con el soporte de clientes o errores operacionales durante

condiciones de estrés en los mercados podrían resultar en breves períodos de pérdidas operacionales. La mezcla de ingresos podría depender en cierto grado de un solo producto o clase de activos. Los márgenes de ganancias antes de impuestos generalmente fluctuarían entre 10%-20%.

**Administración de Riesgo:** Los sistemas de administración de riesgo operacional podrían ser algo informales. Las pérdidas operacionales y por litigios siguen siendo manejables y no pesan en forma significativa sobre la rentabilidad. La toma de decisiones podría ser descentralizada a nivel del fondo o del nivel de gerencia, pero el IM tiene sistemas implementados para administrar los riesgos de cumplimiento y legales a nivel de empresa. El IM podría tener un desempeño por debajo de sus pares en uno o más productos clave, o el desempeño de los productos de inversión podría ser altamente dependiente de las condiciones de mercado.

**Estructura del Balance General:** El IM puede tener niveles significativos de co-inversiones o inversiones de capital semilla. Sin embargo, las inversiones generalmente son de alta calidad y el IM tiene suficiente capital primario para resistir un cambio drástico en las valoraciones. Los IMs también deberían tener suficientes fuentes de fondos en efectivo para cumplir con desembolsos de corto plazo, aunque la flexibilidad para cumplir con necesidades de caja inesperadas es menor que la de las compañías en la categoría 'A'. El acceso a los mercados de capitales de renta fija puede no estar completamente comprobado o puede ser limitado, especialmente en mercados en problemas.

**Capacidad de Servicio de Deuda:** Los IMs tienden a tener una cobertura de intereses pagados mediante EBITDA (o FEBITDA) más baja que las compañías calificadas 'A'. Para IMs que evalúan sus comisiones en relación al NAV del AUM, la cobertura sería normalmente de 6.0x o más. Para IMs que evalúan sus comisiones en relación a los fondos comprometidos o invertidos, la cobertura sería normalmente de por lo menos 4.0x.

Los IMs en esta categoría tienden a ser más apalancados, pero la relación deuda/EBITDA por lo general es inferior a 3.0x, o la relación deuda/FEBITDA está dentro del rango de 2.5x - 4.0x.

### Características de un IM con calificación 'BB' o inferior.

**Franquicia:** El modelo de negocios de los IMs que se encuentran en una categoría inferior a grado de inversión pueden estar concentrados en un solo sector o producto. El IM también podría no tener escala y/o tener un historial de negocio limitado. La estrategia podría tener un diseño deficiente o la ejecución en algunas ocasiones podría ser débil. Podría haber un riesgo de persona clave significativo, y una sola persona o grupo de personas podría tener el control sobre la mayoría de las decisiones de la compañía.

**Rentabilidad:** El IM podría tener baja rentabilidad o no ser rentable, y podría tener una trayectoria de pérdidas operacionales y de litigio significativas. En forma alternativa, los IMs altamente rentables también podrían caer en esta categoría si son extremadamente vulnerables a tendencias adversas en un solo sector de mercado. La mezcla de ingresos podría depender en cierta manera de un solo producto o clase de activos. Los márgenes de ganancias antes de impuestos podrían ser relativamente estrechos: 10% o menos.

**Administración de Riesgo:** Los IMs en estas categorías podrían no tener sistemas adecuados de administración de riesgo operacional, con la toma de decisiones concentrándose al nivel de gerente de cartera. El IM también podría tener un débil desempeño en las inversiones, o los productos de inversión podrían ser extremadamente sensibles a las condiciones de mercado.

**Estructura del Balance General:** El IM podría tener niveles significativos de co-inversiones en el balance general o de inversiones en capital semilla. Las co-inversiones podrían estar concentradas en algunas inversiones significativas y podrían ser extremadamente sensibles a las condiciones de mercado. La posición de capital primario del IM con respecto a las co-inversiones en el balance general podría estar por debajo de la de sus pares. Las fuentes de fondos en efectivo podrían ser insuficientes para cumplir con posibles desembolsos manteniendo un margen de protección adecuado. El acceso a fuentes de financiamiento externo podría ser bastante limitado o inexistente.

**Capacidad de Servicio de Deuda:** Los IMs tienden a tener una cobertura de intereses pagados mediante EBITDA (o FEBITDA) bastante baja. Para IMs que evalúan sus comisiones en relación al NAV del AUM, la cobertura generalmente es de menos de 6.0x, mientras que para IMs que evalúan sus comisiones en relación a sus fondos comprometidos o invertidos, la cobertura sería generalmente inferior a 4.0x.

Los IMs en esta categoría podrían tener un apalancamiento alto, con una relación deuda/EBITDA superior a 3.0x o deuda/FEBITDA superior a 4.0x.

## Anexo B – Fondos Alternativos y Empresas de Desarrollo de Negocios

Las calificaciones para los AFs y BDCs tienden a caer dentro de las categorías 'BBB' o inferiores. Es poco probable que un AF reciba una calificación grado de inversión mediano o alto debido a que los operadores de los fondos generalmente tienen la capacidad de cambiar las estrategias rápidamente, lo cual podría resultar en concentraciones de inversiones o niveles de riesgo más altos. En forma similar, es poco probable que las BDCs reciban una calificación superior a la categoría 'BBB' debido a que las posiciones de cartera tienden a ser ilíquidas y algo concentradas, las empresas no están en condiciones de retener capital debido a requerimientos de distribución mínimos y el acceso a financiamiento externo en mercados desfavorables podría llegar a ser un desafío. Las características de AFs y BDCs calificadas 'BBB' se enumeran a continuación – entidades que en general no cumplen con estos estándares recibirían una calificación por debajo de grado de inversión.

### Características de AFs calificados 'BBB':

- Invertidos predominantemente en activos muy líquidos.
- Diversificación por clases de activos dentro de los fondos.
- La medición y la información de los riesgos es independiente de los ejecutores de transacciones diarias.
- Se miden los riesgos dentro de escenarios de estrés razonables con límites.
- Las demostraciones de desempeño reflejan un apetito al riesgo moderado.
- Consistencia en los rendimientos promedios mensuales, las desviaciones estándar, y los índices Sharpe y Omega.
- Historial de desempeño constante y estable.
- Una caída limitada en el NAV en escenarios de estrés.
- Fuertes límites de retiro y salidas (lock-ups and gates).
- Consistente demostración de fondeo de contingencias y alto nivel de caja.
- Reconciliaciones diarias entre reportes de posición y reportes de riesgo.
- Información mensual sobre el desempeño y los riesgos.
- Acceso a comunicados a inversionistas y acuerdos de contrapartes.
- Estados financieros auditados para los últimos cinco años.
- Tamaño mínimo de USD5 mil millones o el equivalente en otras monedas.

### Características de BDCs calificadas 'BBB':

- Desempeño de operaciones medulares relativamente consistente a través de los ciclos.
- Adecuada flexibilidad de fondeo con un acceso demostrado a los mercados de deuda no garantizada y accionarios.
- Diversas relaciones bancarias.
- Créditos rotativos (Bank revolvers) con plazos mayores a 365 días.
- Colchón de cobertura de activos adecuado para resistir caídas en las valoraciones de las carteras.
- Volatilidad de valoraciones más baja debido a una exposición mínima a inversiones en renta variable.
- Amplia cobertura de los dividendos anuales mediante efectivo sin inversiones.
- Concentración moderada de las inversiones de carteras.
- Sólidos procedimientos de valoración con el involucramiento de empresas de valoración independientes.
- Modestas ganancias netas realizadas de cartera a través del tiempo.
- Fuerte cultura de crédito evidenciada por un desempeño sólido de la calidad de activos a través de los ciclos.

### Anexo C

La siguiente tabla de la página 32 y que continúa en la página 33 proporciona una idea de los indicadores típicamente utilizados en el análisis que hace Fitch de los IM, por tipo de IM. Sin embargo, es importante señalar que esta tabla no incorpora todos los indicadores que pueden ser utilizados en el análisis individual de un IM. Además, no todos los indicadores que se presentan en la tabla se utilizarán para todos los IM dependiendo del tipo de IM, dado que las calificaciones individuales pueden justificar diferentes consideraciones analíticas. Por lo tanto, estas son categorías generales de indicadores que se pueden aplicar. En última instancia, menos o más indicadores pueden ser muy relevantes para ciertos emisores.

## Indicadores Típicos de Administradores de Inversiones por Tipo de Emisor

Indicadores de Administradores de Inversión	Definición	Tipos de IMs donde los indicadores típicamente aplican
<b>Índices de Calidad de Activos</b>		
Activos Improductivos a Valor de Mercado	Inversiones Improductivas a valor de mercado/Préstamos e Instrumentos de Deuda Totales	BDCs
Inversiones Improductivas al Costo	Inversiones Improductivas al costo/Préstamos e Instrumentos de Deuda Totales	BDCs
<b>Índices de Capital</b>		
Capital Común Tangible/Activos Tangibles	(Capital Común menos Plusvalía menos Intangibles) / (Activos Totales menos Plusvalía menos Intangibles)	IMs con co-inversiones o inversiones directas significativas, tales como los BDCs o Algunos Administradores Alternativos.
Capital Fundamental/Activos Tangibles	Capital Fundamental (tal como se define en este informe)/Activos Tangibles	IMs con co-inversiones o inversiones directas significativas, tales como los BDCs o Algunos Administradores Alternativos
Idoneidad del Capital/Solidez	(Patrimonio menos Deuda de Largo Plazo)/Valor de Cartera	BDCs
10 Mejores Inversiones al Valor/Patrimonio	10 Mejores Inversiones de Cartera a Valor de Mercado/Patrimonio)	BDCs
<b>Niveles de Apalancamiento</b>		
Deuda Bruta/Capital Común Tangible	Pasivos Brutos que Devengan Intereses/Capital Común Tangible	IMs con co-inversiones o inversiones directas significativas, tales como los BDCs o Algunos Administradores Alternativos
Deuda Bruta/Capital Fundamental	Deuda Bruta/Capital Fundamental (tal como se define en la metodología maestra)	IMs con co-inversiones o inversiones directas significativas, tales como los BDCs o Algunos Administradores Alternativos
Índice de Cobertura de Activos	(Activos Totales menos Pasivos de Corto Plazo)/Pasivos de Largo Plazo	IMs con co-inversiones o inversiones directas significativas, tales como los BDCs o Algunos Administradores Alternativos
Patrimonio/Activos	Capital de los Accionistas/Activos Totales	IMs con co-inversiones o inversiones directas significativas, tales como los BDCs o Algunos Administradores Alternativos
Deuda Bruta/EBITDA	Deuda Bruta/EBITDA, con ajuste por partidas no monetarias y no recurrentes significativas	Todos los IMs
Deuda Bruta/Patrimonio	Deuda Bruta/Capital de los Accionistas	Todos los IMs
Deuda Neta/Patrimonio	Deuda Total menos Efectivo/Capital de los Accionistas	Todos los IMs
<b>Índices de Rentabilidad</b>		
Rendimiento sobre los Activos Promedio	Ingreso Neto/Activos Promedio	BDCs
Rendimiento sobre el Patrimonio Promedio	Ingreso Neto/Patrimonio Promedio	IMs con co-inversiones o inversiones directas significativas, IMs Tradicionales
Intereses y Dividendos/Inversiones de Cartera Promedio	Ingreso de Intereses y Dividendos/Inversiones de Cartera Promedio	BDCs
NII/Inversiones de Cartera Promedio	Ingreso de Inversiones Neto/Inversiones de Cartera Promedio	BDCs
NII Ajustado/Dividendos	Ingreso de Inversiones neto menos Ingreso de No-efectivo/ Dividendos	BDCs
Margen de Utilidades Netas	Utilidades Netas antes de Impuestos/Ingreso Total	IMs Tradicionales
Margen EBITDA	EBITDA/Ingreso Total	Todos los IM
Gastos de Compensación/Ingresos Totales	Gastos de Compensación y Beneficios/Ingresos Totales	IMs Tradicionales
Comisiones de Administración/AUM Promedio	Comisiones de Administración/Promedio de Activos (Productivos) Bajo Administración (AUM)	Todos los IMs
Gastos no relacionados con incentivos e intereses/Inversiones de Cartera Promedio	Gastos no relacionados con incentivos e intereses / Inversiones de Cartera Promedio	BDCs
<b>Índices de Flujo de Caja</b>		
EBITDA/Gastos por Intereses	EBITDA, con ajuste por partidas no monetarias y/o no recurrentes significativas /Gasto por Intereses	Todos los IMs
EBITDA/Servicio de Deuda	EBITDA, con ajuste por partidas no monetarias y/o no recurrentes significativas /Servicio de Deuda (Incluye Amortizaciones de Deuda)	Todos los IMs
Cobertura de Gastos Fijos	EBITDAR/Gastos Fijos (Incluye Gastos por Intereses, Servicio de Deuda, Dividendos Preferentes, y Gastos de Arrendamiento Significativos, cuando	Todos los IMs
EBITDA de Comisiones/Gastos por Intereses	Comisiones de Administración más Comisiones de Transacción y Monitoreo menos Compensaciones no relacionadas con el desempeño menos Gastos Operacionales)/Gastos por Intereses	Administradores Alternativos (tales como Administradores de Capital Privado, Valores Inmobiliarios, y Fondos de Cobertura)

## Indicadores Típicos de Administradores de Inversiones por Tipo de Emisor (continuación)

Indicadores de Administradores de Inversión	Definición	Tipos de IMs donde los indicadores típicamente aplican
EBITDA de Comisiones /Servicio Deuda	EBITDA de comisiones /Servicio de Deuda	Administradores Alternativos
EBITDA de Comisiones /Gastos Fijos	EBITDAR de comisiones /Gastos Fijos	Administradores Alternativos
Cobertura de Intereses en Efectivo	Efectivo en Caja más Gastos por Intereses/Gastos por Intereses	Todos los IMs
Flujo de Caja de Clientes	Entradas Netas de los AUM de los Clientes (Cambios en los AUM de los Clientes debido al Nuevo Negocio Neto de los AUM de los Clientes)	Todos los IMs
<b>Índices de Liquidez</b>		
Activos Líquidos/Activos Totales	Efectivo y Equivalentes de Efectivo/Activos Totales	IMs Tradicionales
Deuda de Corto Plazo/Deuda Total	Deuda de CP más Porción Corriente de Deuda de LP/Deuda Total	IMs Tradicionales

La siguiente tabla puede dar una idea de los indicadores típicamente utilizados en el análisis que hace Fitch de los AFs. Sin embargo, de forma similar a los indicadores de los IMs, es importante señalar que esta tabla no incorpora todos los índices que pueden ser utilizadas en el análisis individual de un AF. Además, no todos los indicadores que se presentan en la tabla se utilizarán para todos los AFs basado en el tipo de AF, dado que las calificaciones individuales pueden justificar diferentes consideraciones analíticas. Por lo tanto, se trata de categorías de indicadores generales que podrían aplicar. En última instancia, menos o más índices pueden ser de relevancia para algunos emisores.

## Indicadores Típicos de Fondos Alternativos

Indicadores de Fondos	Definición	Tipos de Fondo donde los índices típicamente aplican
<b>Índices de Apalancamiento</b>		
NAV/Activos Totales	Valor Neto de Activos del Fondo/Activos Totales	Todos
Apalancamiento Ajustado	Activos Totales menos Contratos de Reversión de Recompra/NAV	Todos
VaR Promedio/NAV	VaR de Transacción Promedio Período/NAV	Fondos de Cobertura
VAR bajo estrés/NAV	VaRs Altos Agregados de Manera Lineal y Ajustados a 99%, Multiplicados por la Raíz Cuadrada de 10, Multiplicado por 8, Comparado con el Capital Tangible Excluyendo Títulos Fiduciarios Preferentes	Fondos de Cobertura
Deuda/NAV	Total de Pasivos que Devengan Intereses/NAV	Todos
Deuda Garantizada/Activos Totales	Pasivos de que Devengan Intereses Garantizados/Activos Totales	Todos
Cobertura de Activos	(Activos totales menos Pasivos de Corto Plazo)/Pasivos de Largo Plazo	Todos
Activos No Comprometidos/Deuda No Garantizada	Activos No Comprometidos/Deuda No Garantizada	Todos
<b>Índices de Liquidez/Financiamiento</b>		
Efectivo y Títulos No Comprometidos/ NAV	Efectivo más Activos No Comprometidos/NAV	Todos
Posiciones Largas Netas/NAV	Posiciones Largas Brutas de Inversión menos Posiciones Cortas Brutas/NAV	Todos
Posiciones Largas Brutas más Posiciones Cortas Brutas/NAV	Posiciones Largas Brutas de Inversión más Posiciones Cortas Brutas/NAV	Todos
Pasivos Totales menos Activos Garantizados/NAV	Pasivos Totales menos Activos Comprometidos/Activos	Todos

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](http://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 INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2013 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 diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.