

# Metodología de Calificación para Sociedades de Corretaje de Valores

## Metodología de Sector-Específico

**Definición de Sociedades de Corretaje de Valores:** Fitch Ratings define a las sociedades de corretaje de valores como aquellas entidades cuyas principales actividades por lo general incluyen el corretaje de valores (cobrando una comisión para actuar como intermediario entre compradores y vendedores), los servicios de asesoría financiera, la banca de inversiones y/o las transacciones de valores. Las sociedades evaluadas bajo estas directrices pueden estar organizadas bajo diferentes marcos legales, dependiendo del modelo de negocios y de la jurisdicción legal. Los modelos de negocio pueden variar en forma significativa.

Aquellas sociedades cuya actividad principal o única es la de prestar servicios de asesoría, o, en forma separada, la de corretaje netamente inter-corredora (inter-dealer brokers, o IDBs), las cuales transan sobre una base de valor de activos equivalentes, acarrear un mínimo riesgo en sus balances generales y pueden evaluarse de manera diferente que aquellas sociedades que tienen otros negocios que involucran valores. Estos negocios podrían incluir el corretaje, las transacciones, la toma de posiciones para la cuenta propia, las actividades de fusiones y adquisiciones, la banca mercantil o especializada y la colocación de valores, o una combinación de cualquiera de estas actividades.

**El Alcance es Global:** La metodología discutida aquí es aplicable a todas las sociedades de corretaje de valores, desde aquellas que poseen únicamente operaciones locales y específicas en mercados pequeños, hasta aquellas que realizan transacciones y otras operaciones con valores a nivel mundial y a través de una amplia gama de productos.

**Principales Factores de la Calificación:** Fitch analiza cinco elementos clave de las sociedades de corretaje de valores, los cuales reflejan la metodología maestra para instituciones financieras (IFs) e incluyen: el perfil de la industria y el entorno operacional; el perfil de la compañía y su administración de riesgo; el perfil financiero; la estrategia de administración y el gobierno corporativo; y el soporte de los propietarios y factores de grupo.

Tal como se aclara en el informe de calificación maestra de IFs, "Global Financial Institutions Ratings Criteria," del 16 de agosto del 2011 (disponible en el sitio Internet de Fitch en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)), Fitch no usa "ponderaciones" pre-establecidas para cada una de estas categorías de calificación o para los diferentes elementos dentro de cada categoría. Esto es porque Fitch considera que las ponderaciones apropiadas pueden cambiar bajo ciertas circunstancias. Como una regla general, cuando una categoría es mucho más débil que el resto, este elemento más débil tiende a tener una mayor importancia dentro del análisis.

La presente metodología identifica los factores que Fitch considera al asignar calificaciones a una entidad o un instrumento de deuda en particular dentro del alcance de la metodología maestra. No todos los factores de calificación en esta metodología son aplicables a cada acción de calificación crediticia. Cada comentario de acción de calificación o informe de calificación específico discutirá aquellos factores que son los más relevantes para una acción de calificación determinada.

**Calificaciones de Sociedades de Corretaje de Valores:** Fitch generalmente asigna Issuer Default Ratings (IDRs) tanto de largo como de corto plazo a las sociedades de

### Metodologías Relacionados

Global Financial Institutions Rating Criteria, Aug. 16, 2011  
Bank Holding Companies, Aug. 16, 2011  
Evaluating Corporate Governance, Dec. 16, 2010  
Rating Linkages in Parent and Nonbank Financial Subsidiary Relationship, Nov. 29, 2010

### Reportes Relacionados

Viability Ratings: An Introductory Primer, July 20, 2011

### Analistas

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

Bridget Gandy  
+44 (0)20 3530 1095  
[bridget.gandy@fitchratings.com](mailto:bridget.gandy@fitchratings.com)

James Longsdon  
+44 (0)20 3530 1076  
[james.longsdon@fitchratings.com](mailto:james.longsdon@fitchratings.com)

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

Franklin Santarelli  
+1 212 908-0739  
[franklin.santarelli@fitchratings.com](mailto:franklin.santarelli@fitchratings.com)

corretaje de valores. Fitch también asigna calificaciones de viabilidad a algunas, pero no todas las sociedades de corretaje de valores, tal como se delinea en el informe especial: "Viability Ratings: An Introductory Primer," del 20 de julio del 2011. Las calificaciones se asignan a la compañía operacional misma, a la matriz del holding o a ambas, dependiendo en gran medida de quién esté emitiendo la deuda. En el caso que existan emisiones, estas también llevarían calificaciones.

**Consideraciones Analíticas Adicionales:** Este informe de metodología debe leerse en conjunto con el informe de metodología maestra para IFs. El presente informe provee consideraciones analíticas adicionales para sociedades de corretaje de valores más allá de las que se consideran en el informe de metodología maestra para IFs, y discute áreas de énfasis analítico.

### Limitaciones

Esta metodología incorpora las limitaciones generales de las calificaciones destacadas en el informe de metodología maestra de Fitch para IFs y en las páginas de Definiciones de Calificaciones y Otras Escalas ("Definitions of Ratings and Other Scales") bajo Definiciones de Calificaciones ("Ratings Definitions"), en el sitio Internet de Fitch, [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com), agregándole algunas limitaciones adicionales.

Por ejemplo, tal como sucede con otras IFs, el hecho que las sociedades de corretaje de valores dependan de inversionistas con sensibilidad crediticia para su fondeo las expone a un importante riesgo de precipicio o "cliff risk" (el riesgo de que haya varias reducciones seguidas en las calificaciones) a medida que los inversionistas reaccionen rápidamente a la divulgación de un evento o cuando hay una caída repentina en la liquidez de mercado. Esto contrasta con una migración gradual de las calificaciones como resultado de un deterioro en el desempeño financiero o un aumento en el apalancamiento que por lo general afecta a bancos o empresas no financieras.

### Perfil Industrial y Entorno Operacional

Tal como se describe en el Informe de Metodología Maestra de IFs, el punto de partida para el análisis que hace Fitch de las sociedades de corretaje de valores es el conocimiento del entorno operacional de la entidad. Para sociedades de corretaje en particular, la exposición a diferentes clases de activos y mercados geográficos en los que participa la entidad en forma activa, es importante. Por ejemplo, el riesgo de una sociedad que participa principalmente en instrumentos soberanos de alta liquidez en mercados grandes y desarrollados será muy diferente al riesgo de aquellas sociedades que transan instrumentos de renta variable en mercados menos activos o instrumentos de deuda con problemas, debido a la poca liquidez y por ende mayor volatilidad de estas clases de activos. Otro ejemplo son las sindicaciones de préstamos, los cuales por lo general se encuentran plenamente suscritas en Europa pero se transan en base al "mejor esfuerzo" en EE.UU.

Los requerimientos regulatorios para sociedades de corretaje de valores varían dependiendo de la forma y jurisdicción legal, y siguen evolucionando. Las regulaciones muchas veces benefician al acreedor y, por ende, a las calificaciones, en la medida que restrinjan el potencial apalancamiento, aumenten la liquidez y vuelvan poco rentable la incursión en actividades de más alto riesgo. Sin embargo, las calificaciones pueden verse afectadas en forma negativa cuando las regulaciones tienen un efecto adverso sobre las entidades. Por ejemplo, la imposición de limitaciones sobre compensaciones puede reducir la flexibilidad que tengan las sociedades para emplear los equipos gerenciales o de intermediación (trading) más productivos, mientras que las restricciones sobre transacciones pueden limitar las actividades y reducir la rentabilidad.

Regulaciones más onerosas también pueden colocar en una desventaja a las sociedades más pequeñas que no operan a una escala suficientemente grande para poder soportar las cargas que impone un régimen regulatorio en particular. Fitch indicará en su comentario oficial si las nuevas regulaciones afectan a los productos más importantes y se convierten en un impulsor de las calificaciones de la entidad.

### **Perfil de Empresa y Administración de Riesgo**

Las principales consideraciones en la evaluación que hace Fitch de la franquicia y administración de riesgo de las sociedades de corretaje de valores reflejan las consideraciones descritas en la Metodología Maestra de IFs. Sin embargo, tal como se explica abajo, algunos ítems que se destacan en el informe de Metodología Maestra de IFs requieren mayor énfasis o detalle.

La reputación es un factor clave para la franquicia de una sociedad de corretaje de valores y un importante factor cualitativo dentro del proceso de calificación. La experiencia y el conocimiento, así como el historial son factores importantes al establecer y mantener la reputación. La experiencia, el conocimiento y la especialización pueden crear y mejorar el valor de la franquicia de una entidad. Cuando esté disponible, Fitch revisa la información de mercados de terceros, la cual podría incluir encuestas de industria, listados de principales originadores, premios de industria y diferentes publicaciones con el fin de evaluar la participación de mercado y el valor de la franquicia de cada entidad.

Las sociedades de corretaje más grandes con un volumen de transacción más significativo por lo general tienen una mayor liquidez en la oferta de productos y pueden acceder a una más amplia gama de productos. Una mayor escala de producción lleva a ventajas en los precios a medida que se distribuyen los costos en un número más grande de transacciones. Sin embargo, siempre habrá espacio para nichos de productos o especialistas de mercados geográficos, y la tendencia hacia un mayor número de productos transados en bolsa está abriendo el mercado de valores para incluir nuevos participantes.

Aquellas sociedades de corretaje de valores que cuentan con una oferta de productos más amplia a través de diferentes clases de activos y ubicaciones geográficas tienden a tener calificaciones más altas que aquellas entidades que tienen un enfoque más estrecho. El tamaño y la profundidad de la clientela también son importantes.

Una administración de riesgo robusta y continua es vital para la sobrevivencia de la mayoría de las sociedades de corretaje de valores, por lo cual la evaluación de la cultura y administración de riesgo de una entidad es un factor clave en el análisis de calificación crediticia. Una firma netamente asesora tendrá una menor exposición al riesgo pero podría estar sujeta a una mayor ciclicidad en la rentabilidad.

Aunque las principales consideraciones de administración de riesgo se describen en la metodología maestra de IFs de Fitch y no necesitan volver a repetirse aquí, vale la pena mencionar que los principales riesgos, y por lo tanto las principales áreas en las cuales tiende a estar el enfoque y la experiencia de la gerencia de la mayoría de las sociedades de corretaje de valores, son el riesgo de mercado, así como los riesgos operacionales, reputacionales y crediticios. Dentro del análisis de riesgo crediticio que se hace de las sociedades de corretaje de valores se pone especial énfasis en los riesgos de contraparte/liquidación (es decir, de incumplimiento en los acuerdos de transacción).

Los riesgos asumidos son función de los mercados en los que se escoge operar, del nivel de intermediaciones para la cuenta propia en relación al flujo de clientes, de la participación en negocios alternativos que generen comisiones, y de las características de la clientela (institucional, banca privada o minorista). Una mayor diversificación puede mitigar el riesgo, pero es importante diferenciar entre las fuentes y la dependencia en la diversificación durante eventos de mercado extremos, cuando los diferentes riesgos pueden tener una mayor correlación entre sí. Una amplia participación en los mercados, y/o la presencia de una fuerte clientela minorista u otros negocios que generen comisiones estables podrían apoyar los negocios más cíclicos y volátiles.

Las características de riesgo más importantes de las sociedades de corretaje de valores se discuten en las siguientes secciones.

### **Riesgo de Mercado**

Aunque las sociedades de corretaje de valores que no tienen valores en sus balances tienen una exposición limitada al riesgo de mercado, sus ingresos se encuentran fuertemente expuestos al volumen de transacciones dentro del mercado. Esta exposición podría disminuir cuando el valor de mercado de los instrumentos cae y aumentar cuando los precios de los títulos suben o cuando éstos registren una mayor volatilidad. Hasta entidades asesoras se encuentran sujetas a la ciclicidad del volumen de transacciones, la cual puede afectar su rentabilidad. El riesgo de mercado por sí solo puede no ser un impulsor de la calificación; sin embargo, una administración inefectiva del riesgo de mercado o la toma agresiva de riesgo de mercado sin el uso de mitigantes (tales como coberturas) probablemente ejercerá presión a la baja sobre la calificación de una institución.

Algunas sociedades de corretaje de valores se encuentran sujetas a un riesgo de mercado sustancial a través de las intermediaciones para la cuenta propia y el mantenimiento de posiciones de inversión no cubiertas (unhedged). Es posible tomar riesgo en cualquier mercado donde se realicen transacciones – desde transacciones con bonos corporativos simples (“plain vanilla”) hasta áreas más especializadas tales como los derivados basados en cambios climáticos.

Las garantías y coberturas se utilizan frecuentemente para mitigar el riesgo de mercado, pero aquellas posiciones de valores que se encuentran 100% protegidas raramente son rentables, por lo que generalmente se mantiene un cierto grado de exposición al riesgo. Fitch averigua qué tan frecuente y rutinaria es la evaluación que la entidad hace de su apetito al riesgo de mercado y de las capacidades de sus sistemas tomando en cuenta la constante evolución del mercado. Para asegurar que las prácticas de administración de riesgo sean las más recientes y usadas que existen en el mercado se requiere de una constante actualización y vigilancia. La diversificación en términos de activos y ubicación geográfica puede mitigar el riesgo de mercado, aunque la correlación tiende a aumentar durante una desaceleración de la economía.

Además del tamaño y de las razones para el cambio en las cifras de riesgo reportadas, el análisis que hace Fitch del riesgo de mercado se enfoca en las herramientas que usa la firma para medir y administrar este riesgo. Estas generalmente incluyen el valor en riesgo (value at risk, VaR), los límites de pérdida máxima (stop-loss limits), las concentraciones y sensibilidades o las pruebas de estrés.

Fitch evalúa lo adecuado que resulten las medidas de riesgo de una entidad, comparándolas con las pérdidas reales incurridas en las transacciones – el VaR

histórico comparado con los gráficos de pérdidas reales es algo que la mayoría de las entidades que transan valores usan al reportar su riesgo. Fitch revisa los resultados reales de las transacciones por un período de tiempo, recalcando cualquier tendencia que pueda haber, y compara el desempeño de una entidad en particular con los resultados de mercado y de sus pares. Fitch aplica sus estreses propios a las cifras de VaR reportadas por los bancos y compara éstos con los índices de rentabilidad y capitalización para evaluar la capacidad que tiene la entidad para absorber los riesgos asumidos.

Sin embargo no se puede confiar únicamente en el VaR para medir las complejas posiciones y estructuras que poseen muchas de las mesas de transacciones. El VaR provee algo de información pero no es confiable bajo condiciones de mercado anormales – es decir en los momentos que debería tener mayor relevancia. Cuando se encuentren disponibles, Fitch también evalúa los informes de la gerencia sobre el riesgo de productos específicos y escenarios de estrés adicionales en base a ciertas posiciones y en forma consolidada. Cuando se encuentren disponibles, Fitch también revisa los informes que incluyen el VaR ajustado usando escenarios con problemas de liquidez.

En aquellos mercados donde los problemas de liquidez y de volatilidad pueden ser extremos, la calificadora le da mayor énfasis a los límites nominales/en efectivo. Fitch evalúa el uso de stress limits, pero éstos no se pueden comparar con los de sus pares.

Cuando sea posible, Fitch evalúa el riesgo de concentración de mercado (por producto, emisor, industria y país) en las carteras de intermediación e inversión y revisa la supervisión gerencial de las inversiones de mayor antigüedad (aged inventory). El riesgo de mercado que existe en las inversiones de banca mercantil, capital privado y capital de riesgo (venture capital) se encuentra altamente influenciado por el nivel de liquidez que haya. La determinación de un valor justo para estos instrumentos puede ser difícil y varía fuertemente dependiendo de los supuestos internos, tales como los factores de descuento.

Donde sea relevante, Fitch revisa las prácticas contables y de valuación de las entidades para determinar qué tan conservadoras sean y si es que tienen controles apropiados sobre el reconocimiento de ingresos. Fitch también evalúa la forma en que se financian estas inversiones y la trayectoria de crecimiento.

Además, Fitch revisa la exposición que tiene una firma a los riesgos de mercado que resulten de los descalces dentro del balance general (es decir, en el tipo de cambio [TC] y las tasas de interés), el apetito de la administración por tales descalces, y su habilidad de controlar o proteger estos descalces con contrapartes adecuadas.

### **Riesgo de Operación, Litigación y Reputación**

Para actividades netamente de corretaje o asesoría, en donde sólo un volumen mínimo de flujos de activos se registran en el balance general, los riesgos de operación, litigación y reputación son los principales riesgos enfrentados por la entidad, y éstos tienden a ser riesgos importantes para todos los negocios que se especializan en valores.

Los negocios de corretaje y transacciones de valores procesan grandes volúmenes de transacciones mediante plataformas tecnológicas y sistemas humanos. Esto significa que las sociedades de corretaje de valores y sus clientes pueden ser especialmente susceptible a pérdidas provenientes de deficiencias operacionales, tales como fallas en los sistemas, el procesamiento equivocado de las transacciones

o la transgresión de límites (como los incidentes “rogue trading”, donde el ejecutor de las transacciones o “trader” actúa fuera de los lineamientos, como sucedió en el caso de Société Generale hace unos años atrás). Como resultado, si Fitch determina que una entidad tiene una infraestructura o un control débil del riesgo operacional, esto generalmente tendrá un efecto negativo sobre las calificaciones. Esto se debe a que los negocios de corretaje o de transacciones de valores dependen de altos volúmenes de transacción pasando por las plataformas tecnológicas y los controles humanos.

Los problemas con los sistemas ocurren más frecuentemente en el desarrollo y la implementación de nuevos productos. Fitch evalúa si la inversión en sistemas de front, middle y back-office es adecuada para la naturaleza del negocio y si procedimientos adecuados de recuperación de catástrofes existen y se prueban periódicamente.

Fitch evaluará si la cantidad de personal del back office está en proporción al volumen de transacciones y de productos y verificará si ocurren atrasos en las liquidaciones, resoluciones y quejas de los clientes. La calificadora también revisa la interacción que tiene la sociedad de corretaje con sus fiduciarios o agentes de custodia y en qué medida podría haber problemas.

Cuando el soporte y los sistemas operacionales se consideran débiles en relación al nivel de sofisticación de, o los riesgos asumidos por, el front office, las calificaciones se verán afectadas en forma negativa. La minuciosidad de la revisión del regulador y el poder de control regulatorio sobre el entorno de transacciones también se toman en cuenta dentro del análisis de la calificadora.

Fitch considera el riesgo de reputación un factor de calificación muy significativo. Fitch espera (y los reguladores requieren) que las sociedades tengan procesos y políticas de desarrollo rigurosas para garantizar una examinación apropiada de todos los riesgos. El riesgo de reputación de una sociedad de corretaje de valores puede ser mitigado cuando se asegura que los productos se vendan a corporaciones o individuos que tienen un conocimiento apropiado de éstos productos. Una buena reputación puede tener un efecto positivo sobre la calificación de una entidad, pero una reputación dañada puede tener un impacto negativo mucho más fuerte sobre la calificación.

Similar a otros riesgos enfrentados por las sociedades de corretaje de valores, los riesgos de litigación y regulación pueden ser cíclicos y a menudo surgen después de caídas en los mercados accionarios, pérdidas acentuadas (stress losses) o cambios regulatorios. Los negocios de transacciones de valores y especialmente las transacciones entre corredoras son relativamente litigiosos. El riesgo de litigación también es un factor clave en el negocio de asesoría de valores. Fitch examina el historial regulatorio y de litigaciones de una entidad y las medidas de cumplimiento (compliance) que ésta tenga establecidas para prevenir problemas de cumplimiento o regulación.

Históricamente, las litigaciones han sido más prevalentes y costosas en los EE.UU. comparado con otros mercados, pero el mercado de valores estadounidense también es el más grande y por lo tanto afecta a muchas sociedades de corretaje de valores calificadas. El riesgo de litigación por si solo rara vez tiene un impacto sobre las calificaciones, por lo cual las acciones de calificación crediticia y los informes raramente mencionarán este riesgo a no ser que exista el potencial de costos y daños reputacionales significativos que podrían afectar a las calificaciones.

### Riesgo Crediticio

El nivel de riesgo crediticio varía sustancialmente entre las diferentes sociedades de corretaje de valores. Algunas entidades registran una cantidad importante de los activos en sus balances por más de sólo un corto plazo, y cuando se trata de instrumentos de deuda o créditos de gran tamaño, con riesgos más similares a los de los bancos, el análisis que hace Fitch es el que se describe en su Metodología Maestra de IFs, Global Financial Institutions Rating Criteria. Algunas sociedades de corretaje de valores también se encuentran expuestas al riesgo crediticio a través de la otorgación de préstamos, del almacenaje de activos con titularización o financiamiento estructurado pendiente, y de productos apalancados mediante derivados.

El riesgo de contraparte es una consideración clave para entidades que efectúan transacciones de valores o derivados. Fitch espera que las sociedades de corretaje de valores calificadas con grado de inversión tengan políticas crediticias y políticas de clasificación o puntuación (scoring) independientes para estas exposiciones. Sin embargo, el riesgo crediticio no es significativo para actividades netamente de corretaje (como es el caso de algunas IDBs) o para entidades que proveen servicios de asesoría y no invierten en transacciones de valores.

El riesgo de incumplimiento en los acuerdos de transacción a menudo sigue siendo el riesgo crediticio más importante para los negocios con transacciones de valores. Los límites crediticios generalmente se establecen aparte del riesgo de incumplimiento en los acuerdos de transacción y de las transacciones de largo plazo. Fitch verifica si una sociedad tiene un departamento de riesgo crediticio que determina los límites de contraparte, monitorea activamente las actividades y reporta cualquier violación, operando en forma independiente de la mesa de ventas y transacciones de valores. Fitch también evalúa la calidad crediticia de los principales agentes de custodia usados por la sociedad de corretaje de valores.

Además de un análisis crediticio más estandarizado para instituciones financieras, el análisis de riesgo crediticio que se usa para sociedades de corretaje de valores también puede enfocarse en: el grado de sofisticación de los sistemas para calcular los requerimientos de márgenes y colaterales, así como el grado de sensibilidad de los modelos; la cantidad de pruebas de estrés realizadas; y la proporción de posiciones no garantizadas (especialmente para transacciones con contrapartes que no sean grado de inversión). Se evalúa la composición y calidad de la cartera de inversiones de una entidad, así como sus criterios de inversión y su historial de, y apetito por, vender grandes cantidades de posiciones originadas.

El riesgo de mercado a menudo puede transformarse en un riesgo crediticio después de un evento de estrés. En los mercados emergentes, el riesgo de crédito/incumplimiento en los acuerdos de transacción aún puede ser significativo. Fitch evalúa especialmente de cerca el nivel de entregas “libres de pago” (comparado con los pagos en el momento de entrega) en los mercados emergentes, donde no necesariamente se puede dar por hecho que se efectuará el pago.

### Titularizaciones

Fitch analiza la exposición que una sociedad de corretaje de valores podría tener a las titularizaciones, ya sea retenidas o a través de inversiones. Aunque la mayoría de las sociedades de corretaje de valores en general no originan activos que se utilizarán en titularizaciones, algunas firmas tienen una exposición significativa a los riesgos de activos titularizados y esto podría tener un impacto negativo sobre sus calificaciones si éstas no se encuentran adecuadamente protegidas por el capital. Este riesgo es especialmente relevante para estructuradores que también almacenan

activos antes de las titularizaciones o que mantienen tramos de primera absorción de pérdidas o tramos mezzanine. Su rol como estructuradores de titularizaciones que podrían fallar o como inversionistas en activos titularizados también podría exponerlos a riesgos.

El nivel de exposición a menudo no queda claro y aquellos tratando de establecer estándares contables siguen luchando por encontrar formas de revelación que capturen los riesgos de manera apropiada. En la medida en que Fitch sea capaz de averiguar y evaluar la exposición de una sociedad de corretaje a los riesgos de titularización, la primera capa de absorción de pérdidas de las titularizaciones fuera del balance podrá ser deducida de los cálculos que hace Fitch del capital primario o fundamental, y la calificadora podrá incluir estos riesgos en el balance si es que no estuviesen allí.

### **Perfil Financiero**

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

### **Rentabilidad**

Fitch analiza la rentabilidad de las sociedades de corretaje de valores en línea con su Informe de Metodología Maestra de IFs. A diferencia que para los bancos, los márgenes de interés no son importantes para las sociedades de corretaje de valores, y en vez de éstos, el enfoque está más bien en la sostenibilidad de los ingresos por transacciones y comisiones, especialmente cuando se opera en mercados volátiles. En alguna medida, el historial de una entidad durante desaceleraciones económicas pasadas, su franquicia y su diversificación de negocio permiten obtener una idea sobre la sostenibilidad de los ingresos.

Fitch evalúa la correlación que existe entre los ingresos de las diferentes líneas de productos e inversiones y con respecto a eventos de mercado y en la economía. La diversificación y estabilidad de los ingresos a través de varios ciclos de mercado, especialmente durante importantes eventos de estrés de mercado, son elementos fundamentales del análisis de la calificadora. El control de costos, la flexibilidad y variabilidad de los gastos y el seguimiento del desempeño comparado con entidades similares y pronósticos o expectativas, también se revisan. Fitch incorpora expectativas sobre la fortaleza y mezcla de las líneas de negocio de una entidad dentro de su evaluación.

Fitch generalmente considera la intermediación e inversión para la cartera propia con cautela, debido a que ésta podría aumentar en forma significativa la volatilidad del flujo de ingresos. Sin embargo, su fortaleza, diversificación y el nivel de capital que la soporta también son consideraciones importantes. A menudo resulta difícil determinar la intermediación para la cuenta propia en relación al flujo de clientes, aunque los períodos con bajos flujos de clientes pueden proveer una mayor transparencia en ese sentido.

Los flujos de ingresos que dependen de negocios con un riesgo relativamente alto muchas veces se complementan con ingresos operacionales más estables, como aquellos provenientes de la administración de activos, operaciones de liquidación o el financiamiento y la liquidación de valores. Fitch considera que estos segmentos de negocios proveen estabilidad y que una contribución importante de estas operaciones es un factor positivo para la calificación. Sin embargo, debido a los bajos márgenes de estos negocios, éstos muchas veces requieren de una escala bastante grande para poder influenciar a los resultados en forma sustancial.

La mayoría de los ingresos de intermediación se deriva de la tarificación a valor de mercado, que puede o no realizarse en efectivo. Para ayudar a entender la confiabilidad del ingreso reportado, cuando sea posible, Fitch revisa el análisis y la dependencia de la entidad en modelos de tarificación internos, y la base contable para las líneas de productos que dependen fuertemente de la determinación de los precios de mercado mediante un modelo o descuento debido a problemas de exclusividad o liquidez. La calificadora intenta verificar la porción del ingreso que depende de los inputs y modelos internos.

Fitch analiza los niveles e índices de gastos en relación a su historial y sus pares. La calificadora primero evalúa la variabilidad del nivel de gastos de una entidad en relación a sus líneas de negocios. Para sociedades de corretaje de valores, las compensaciones por lo general representan el componente variable más importante de sus gastos pero su flexibilidad a veces se ve limitada en un entorno laboral competitivo. Los gastos en compensación muchas veces se analizan como porcentaje de los ingresos netos, para determinar la magnitud de los costos en relación al nivel de actividades.

Fitch evalúa la eficacia de la política de compensación – principalmente los bonos - de una firma para controlar el gasto en compensación. Esto incluye la medida en que los bonos se vinculan al desempeño individual o de la compañía, se distribuyen a lo largo del tiempo o se pagan en forma de acciones u opciones en vez de efectivo. Fitch reconoce la importancia de retener a los empleados buenos para mantener el flujo de negocios. La capacidad de una entidad de lograr esto se ve directamente afectada por su política de compensación. El gasto de compensación como porcentaje de los ingresos netos es un indicador importante, pero, por su lado, la mezcla de negocios es una consideración importante en la evaluación de este índice. Ciertas líneas de negocios pueden requerir una mayor o menor infraestructura y soporte de personal que otras.

Los gastos no relacionados con el personal como porcentaje de los gastos no relacionados con los intereses son evaluados en forma agregada, así como por líneas de productos individuales, si fuese posible y relevante. Fitch también considera la mezcla de negocios de una firma al evaluar los índices de gastos no relacionados con personal. Aunque un índice de gastos no relacionados con personal inusualmente alto o una tendencia creciente en éste puede indicar un falta de control gerencial sobre los niveles de gastos, un índice bajo podría indicar una reinversión insuficiente en sistemas tecnológicos e infraestructura para mejorar la productividad y mantener la competitividad de la firma. El desafío para la industria ha sido el de controlar los costos a través de los ciclos de mercado debido a las líneas de negocio ofrecidas.

### **Flujo de Caja**

Para algunas sociedades de corretaje de valores, tales como los negocios IDB o las entidades asesoras, los indicadores de flujo de caja que se usan para el análisis de empresas no financieras por lo general son más importantes en el proceso de calificación. Aquellas entidades con relativamente pocos activos en sus balances dependen más directamente de sus flujos de caja para cumplir con sus obligaciones financieras. Los índices de flujo de caja también se tornan más relevantes como fuente de pago para las obligaciones pendientes de sociedades de corretaje de valores cuyas calificaciones caen por debajo de grado de inversión.

Las medidas usadas normalmente pueden incluir medidas relacionadas con las comisiones, EBITDA, deuda a EBITDA, y EBITDA a intereses pagados. Estas medidas a menudo se ajustan por diferentes consideraciones analíticas, que incluyen,

pero no se encuentran limitadas a ítems extraordinarios, ítems relacionados con el desempeño, o gastos no monetarios (tales como las compensaciones en forma de acciones).

### **Fondeo y Liquidez**

Una proporción relativamente alta de las captaciones y colocaciones de una sociedad de corretaje de valores se garantiza con valores líquidos como colateral. Sin embargo, la liquidez puede evaporar cuando las contrapartes de acuerdos de recompra (repurchase agreements, o repo) y los principales clientes de corretaje se retiran como resultado de eventos de estrés de mercado que desencadenen rumores de pérdidas, investigaciones regulatorias o acusaciones de fraude.

Aunque las sociedades de corretaje de valores no son las únicas entidades afectadas por un cambio en la aceptabilidad del colateral, un aumento en los descuentos o una ampliación importante en los spreads, estos factores pueden tener un impacto sustancial debido a que las sociedades de corretaje frecuentemente dependen de fondos sensibles al crédito, lo cual hace que sus calificaciones sean más susceptibles a estos cambios.

Fitch evalúa los requerimientos de fondeo en curso de la entidad, así como su estado de liquidez y gerencia. Una característica de una firma de grado de inversión sólido es la alta proporción de activos líquidos no comprometidos. El acceso a facilidades de liquidez del banco central también es un factor positivo para las calificaciones, pero no todas las sociedades de corretaje de valores se benefician de esto, debido a que este acceso depende de la jurisdicción y el estatus legal dentro de esta jurisdicción.

Una fuente de liquidez es la habilidad de volver a hipotecar (o prestar) valores colocados por otras entidades. Para poder volver a hipotecar un valor se requiere del permiso de los dueños de este valor, por lo cual Fitch evalúa la política de una entidad en la otorgación de permisos a otras entidades, además de evaluar la medida en que los valores colocados por la entidad sean disponibles para ser rehipotecados.

Las sociedades de corretaje de valores generalmente dependen de los mercados de capitales para una parte importante (si no todo) su fondeo, ya sea garantizado con un colateral líquido y fácilmente disponible o no garantizado. Las entidades usan contrapartes en forma activa para financiar sus posiciones de intermediación, y el mercado de deuda para fondos adicionales. El fondeo garantizado se obtiene colocando valores en garantía con el banco central u otras IFs.

Las grandes sociedades de corretaje también actúan como proveedoras de liquidez, otorgando financiamiento de corto plazo garantizado con inversiones líquidas. Además, las sociedades de corretaje de valores participan en la liquidez del mercado de valores, captando y colocando valores, y calzando compradores con vendedores. Las entidades prefieren usar fuentes de fondeo garantizadas cuando éstas son económicas, ya que de esta manera pueden “autofinanciar” su crecimiento.

Fitch considera la flexibilidad financiera como un componente crítico de la calificación crediticia. La capacidad de sobrevivir perturbaciones de mercado se relaciona directamente con la estabilidad del fondeo, así como el apetito de la entidad por instrumentos de alto rendimiento, menos líquidos o ilíquidos. Por lo general, los activos de una corredora de valores consisten en gran parte de instrumentos financieros fácilmente transables, lo cual es un factor de calificación positivo.

Fitch examina con cuidado el fondeo de activos ilíquidos, tales como valores de banca mercantil o de alto rendimiento, activos fijos y capital privado, y monitorea la medida en que se financian con deuda de largo plazo y capital. Fitch también evalúa cualquier contingencia de fondeo que la firma podría enfrentar, como por ejemplo líneas de liquidez o facilidades de apoyo otorgadas, o retiros de garantías que podrían darse si las condiciones de mercado cambian.

El cumplimiento con los resguardos de fondeo, la medida en que este cumplimiento varía y la habilidad de la gerencia para manejarlo también son factores importantes en la calificación de una sociedad de corretaje de valores.

### **Capitalización y Apalancamiento**

Para aquellas sociedades de corretaje de valores que mantienen un volumen sustancial de activos en el balance o que tienen obligaciones que requieren financiamiento, Fitch sigue el análisis de capitalización descrito en su metodología maestra para IFs. Para aquellas entidades que registran relativamente pocos activos de riesgo, la evaluación de la cobertura de deuda se basa más en el flujo de caja, tal como se describe arriba.

Además de las medidas de capitalización propias de Fitch, los planes de gestión de capital de la entidad y, donde sea relevante, la forma en que la gerencia percibe los modelos de capital económico, son factores importantes para la calificación de una sociedad de corretaje de valores. Cuando sea relevante, Fitch también monitorea los índices de capital regulatorio y los indicadores de resguardos relacionados al capital para asegurarse de que la firma no esté en peligro de no cumplir.

El apalancamiento ajustado y el apalancamiento neto ajustado se usan más comúnmente en el análisis de sociedades de corretaje de valores que los indicadores basados en activos ajustados al riesgo usados en el análisis de bancos comerciales. Fitch calcula un índice de apalancamiento ajustado – activos totales menos contratos de retroventa inversa (reverse repurchase agreements, reverse repos) sobre el patrimonio fundamental calculado por Fitch (Fitch core capital, o FCC) – y apalancamiento neto ajustado, el cual deduce los valores prestados y los contratos de retroventa inversa de los activos totales. (El FCC es el capital común publicado menos plusvalía y otros intangibles, menos ciertos activos tributarios diferidos, y otros ajustes consistentes con la metodología maestra de Fitch para IFs [véase la tabla en la página 13]).

Fitch también analiza el apalancamiento bruto (activos totales sobre FCC, así como activos totales sobre el capital elegible Fitch [Fitch elegible capital, o FEC]), el apalancamiento ajustado, y el apalancamiento ajustado neto usando FEC, el cual incluye cualquier crédito patrimonial para híbridos que pudiese haber que sea consistente con la definición de FEC contenida en la metodología de calificación maestra para IFs. Estos índices evalúan la medida en que los activos en el balance de una entidad son financiados con deuda. Los indicadores que se basan en los activos reportados son una medida cruda del apalancamiento real, por lo cual Fitch lleva a cabo un análisis adicional, generalmente más cualitativo, para compensar por la falta de cualquier ajuste al riesgo en el total de activos y la ausencia de cualquiera de las exposiciones fuera de balance. Además, la calificadora está consciente de la falta de comparabilidad entre activos contabilizados en US GAAP y activos contabilizados bajo IFRS debido al alto grado de neteo de derivados. La mayoría de los activos titularizados ahora se consolidan en las entidades estadounidenses, acercándose a los estándares establecidos.

Fitch usa el FCC comparado con medidas ajustadas al riesgo para sociedades de corretaje de valores en EE.UU. debido a que éstas están sujetas al índice de nivel primario regulatorio y los reguladores están aplicando mayores ponderaciones a los activos que se están transando (incorporando un mayor riesgo crediticio y destacando en forma adicional el riesgo de mercado).

### **Administración y Gobierno Corporativo**

La evaluación que hace Fitch de la gerencia y del gobierno corporativo se lleva a cabo de la manera descrita en el informe de metodología maestra de IFs. La integridad y el historial de la gerencia es una parte importante del análisis de Fitch, junto al sistema de verificaciones impuesto sobre la gerencia por parte de las estructuras existentes de gobierno corporativo. El enfoque de Fitch para analizar el gobierno corporativo se explica en un informe de metodología separado, "Evaluating Corporate Governance", disponible en el sitio Internet de Fitch, [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com). Algunas sociedades de corretaje de valores son cerradas o estructuradas como una sociedad (partnerships). Esto puede dificultar el llegar a conocer a la gerencia y también significaría que los gerentes que al mismo tiempo son socios en la entidad actúan como agentes y propietarios en forma simultánea, lo cual podría ser positivo o negativo para los acreedores. Podría ser positivo en el sentido que los socios-gerentes podrían actuar en forma prudente en el interés general de la compañía y tomar acciones medidas, ya que potencialmente podrían sufrir las consecuencias económicas de una toma de riesgo excesiva. Por otro lado, el hecho que individuos puedan tomar decisiones sin que éstas se verifiquen podría significar una toma de decisiones muy subjetiva, exponiendo a los acreedores a un riesgo adicional.

El interés personal en el resultado de las transacciones de las sociedades de corretaje de valores está más incentivado por la estructura de los esquemas de compensación de los ejecutores de transacciones (traders), al estar los bonos estrechamente ligados a las ganancias obtenidas a través de las transacciones realizadas. Fitch a menudo analiza la gerencia y los controles con respecto a las compensaciones de estas entidades – con las mejores prácticas basándose en un comité de compensación independiente y unas políticas de compensación consistentes que tratan de alinear la compensación con los intereses de mediano plazo de la entidad más que con los intereses de corto plazo de los individuos.

Evidencias de una gerencia o un gobierno corporativo fundamentalmente débil en una sociedad de corretaje de valores, lo cual podría hacer que los tenedores de deuda sean vulnerables a pérdidas crediticias sustanciales, tendrían un impacto negativo sobre las calificaciones, y se discutirán en el análisis publicado por Fitch.

### **Holdings**

Algunas sociedades de corretaje de valores tienen holdings, los cuales pueden o no ser regulados, pero la mayoría de las compañías operacionales sí son reguladas. Legalmente, en la ausencia de garantías, las emisiones directamente realizadas por la sociedad de corretaje operacional tienen un derecho prioritario a los flujos de caja y los activos operacionales de la sociedad sobre las emisiones hechas por el holding. El pago de los intereses y del principal del holding a menudo depende de los fondos obtenidos de las subsidiarias operacionales. El holding también podría estar involucrado en forma directa, o tener subsidiarias que participen en otras actividades financieras, las cuales muchas veces traen un mayor riesgo que las entidades reguladas.

Basado en el análisis de varios factores incluyendo la liquidez del holding, el doble apalancamiento, la rentabilidad, el flujo de caja, y el nivel de complejidad, las IDRs y calificaciones de deuda del holding podrían alinearse con aquellas de las subsidiarias

operacionales o también podrían bajarse unos escalones (notches). Un análisis más detallado de los holdings bancarios se discute en el informe de metodología trans-sectorial de Fitch, "Bank Holding Companies" del 16 de agosto de 2011, disponible en el sitio Internet de Fitch, [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com). Para un análisis más detallado de los holdings financieros no bancarios, véase el informe de metodología trans-sectorial "Rating Linkages in Parent and Nonbank Financial Subsidiary Relationships" del 29 de diciembre de 2010 y disponible en el sitio Internet de Fitch, [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

## Indicadores Comunes para Sociedades de Corretaje de Valores

Tabla 1 abajo lista algunos de los indicadores que Fitch podría usar en el análisis de sociedades de corretaje de valores.

**Tabla 1: Indicadores Clave Para Sociedades de Corretaje de Valores**

	Definición	Corredoras a las que generalmente aplica
<b>Indices de Capital y Apalancamiento</b>		
Patrimonio/total activos (%)	Patrimonio reportado como porcentaje de activos reportados	
Capital fundamental Fitch (FCC) sobre activos totales (%)	Patrimonio menos capital híbrido reportado como patrimonio, interés minoritario reportado fuera de patrimonio, menos interés minoritario que no absorbe pérdidas de acuerdo a Fitch, menos plusvalía y otros intangibles, menos activos tributarios diferidos no elegibles, +/- valor justo del riesgo crediticio propio, menos tramos que representan la principal fuente de absorción de pérdidas dentro de las titularizaciones fuera de balance retenidas, menos intereses en compañías de seguros de vida como porcentaje de los activos totales	Sociedades de corretaje de valores en general
Capital elegible Fitch (FEC) sobre activos totales	FCC más crédito patrimonial para híbridos (0%, 50% o 100%) como porcentaje de los activos totales	Sociedades de corretaje de valores en general
Capital común tangible como % de activos tangibles	(Patrimonio – acciones preferentes - plusvalía)/(activos totales - plusvalía).	Sociedades de corretaje de valores en general
Índice de Capital de Riesgo Nivel Primario	Índice tal como reportado a los reguladores en la jurisdicción relevante. El cálculo es: el capital tal como se define por los reguladores locales como porcentaje del riesgo ponderado tal como se define por los reguladores locales.	Sociedades de corretaje de valores en general donde esté disponible
Generación interna de capital (%)	Utilidades netas reportadas menos dividendos como porcentaje del patrimonio reportado a principios del período reportado	
Pasivos totales/patrimonio (%)	Índice de apalancamiento que muestra pasivos totales reportados como porcentaje del patrimonio reportado	
Valores en transacciones + inversiones/patrimonio + reservas en valores (%)	Valores totales como porcentaje del patrimonio más cualquier reserva en valores	
Apalancamiento ajustado	(Activos totales – contratos de retroventa inversa)/FCC y también FEC	Compañías con una cartera de intermediación ( <i>trading</i> ) importante
Apalancamiento neto ajustado	(Activos totales – contratos de retroventa inversa – valores prestados)/FCC y también FEC	Compañías con una cartera de intermediación ( <i>trading</i> ) importante
Deuda bruta/patrimonio	Deuda bruta como porcentaje del patrimonio reportado	Compañías con transacciones entre corredoras ( <i>Inter-dealer brokers</i> , IDB)
Deuda bruta/EBITDA	Deuda bruta/EBITDA ajustado por importantes ítems no-monetarios tales como gastos en compensación no monetaria	IDB, compañías asesoras
<b>Fondeo y liquidez</b>		
Activos corrientes/activos totales (%)	Activos líquidos tal como reportados (generalmente aquellos que vencen dentro de un año más valores líquidos) como porcentaje de activos totales tal como reportados	
Activos corrientes/pasivos corrientes (%)	Activos líquidos como porcentaje de pasivos líquidos reportados	
Deuda de largo plazo/activos (%)	Pasivos de largo plazo (más de un año) como porcentaje de activos totales	
Deuda preferente/activos totales	Deuda preferente como porcentaje de activos totales	Sociedades de corretaje de valores con balances generales importantes
Depósitos/activos totales (%)	Depósitos de clientes como porcentaje de activos totales	Sociedades de corretaje de valores en general
Activos líquidos/activos totales (%)	(Activos totales – activos ilíquidos [tal como calculado por Fitch – véase abajo])/activos totales Activos ilíquidos generalmente incluyen deuda de alto rendimiento + banca mercantil/especializada, inversiones en capital privado + préstamos a mercados emergentes y al consumidor + préstamos bancarios + plusvalía + intangibles + derivados de emisiones de mediano plazo de grado especulativo + otros activos + activos residuales de grado especulativo.	Sociedades de corretaje de valores en general
FEC + deuda ajustada/activos ilíquidos	(FEC + deuda ajustada [incluye porción no-patrimonial asignada a híbridos])/activos ilíquidos.	Sociedades de corretaje de valores en general
Fuentes de fondeo de largo plazo/activos ilíquidos (%)	Patrimonio y préstamos de largo plazo como porcentaje de activos ilíquidos	

**Tabla 1: Indicadores Claves Para Sociedades de Corretaje de Valores (Cont.)**

	Definición	Corredoras a las que generalmente aplica
<b>Rentabilidad</b>		
Rendimiento sobre patrimonio promedio (%)	Utilidad neta reportada como porcentaje de patrimonio reportado	Sociedades de corretaje de valores en general
Rendimiento sobre activos promedio (%)	Utilidad neta reportada como porcentaje de activos totales reportados	
Utilidad operacional/patrimonio promedio (%)	Utilidad operacional (utilidad antes de impuestos y antes de ingresos y gastos no-recurrentes y no operacionales) como porcentaje del patrimonio reportado	
Margen de utilidades antes de impuestos (%)	Utilidad neta antes de impuestos como porcentaje de ingresos netos	Sociedades de corretaje de valores en general
Compensación como % de los ingresos netos	Compensaciones pagadas en el período como porcentaje de ingresos operacionales, sin incluir compensaciones a corredores y ejecutores de transacciones ( <i>traders</i> ), si fuese posible	Sociedades de corretaje de valores en general
Gastos operacionales/ingresos totales (%)	Este y los siete índices siguientes miden la importancia de cada uno de los componentes de la utilidad operacional, expresándolos como un margen de ingresos totales	Sociedades de corretaje de valores en general
Utilidad operacional/ingresos totales (%)		
Ingreso neto en comisiones/ingresos totales (%)		
Ingreso neto por transacciones/ingresos totales (%)		
Ingreso neto por intereses/ingresos totales (%)		
Corretaje neto/ingresos totales (%)		
Administración de activos netos/ingresos totales (%)		
Banca de inversiones neta y derivados /ingresos totales (%)		
<b>Flujo de Caja</b>		
EBITDA/intereses pagados	EBITDA ajustado por importantes ítems no-monetarios /intereses pagados	IDB, compañías asesoras
Márgen EBITDA	EBITDA ajustado por importantes ítems no-monetarios/ingresos	IDB, compañías asesoras
<b>Riesgo de Mercado</b>		
VaR de transacciones promedio - en dólares estadounidenses u otras monedas	VaR de transacciones promedio período considerado como reportado y ajustado a un intervalo de confianza del 99% y un horizonte de mantenimiento de un día. Cifras son estimadas tanto incluyendo como excluyendo diversificación atribuida	Compañías con una cartera de intermediación ( <i>trading</i> ) importante
VaR promedio (ignorando la diversificación)/FCC	Como arriba como porcentaje del FCC	Compañías con una cartera de intermediación ( <i>trading</i> ) importante
VaR alto ajustado/FCC	VaRs altos para el período en cada clase de valores ajustado a un intervalo de confianza del 99% y un período de tenencia de un día y sumado como porcentaje del FCC	Compañías con una cartera de intermediación ( <i>trading</i> ) importante
Stress VaR/FCC	VaRs altos sumados en forma lineal, ajustados al 99%, multiplicados por la raíz cuadrada de 10 y multiplicados por 8 para aproximar una fluctuación de mercado con una desviación estándar de +18 como porcentaje del FCC	Compañías con una cartera de intermediación ( <i>trading</i> ) importante
Eficiencia de intermediación ( <i>trading</i> )	Ganancia de capital por negociación ( <i>trading</i> ) diaria [anual/252 días] o [trimestral/63 días]/VaR de transacciones promedio [99%, 1-día, dólares] – mide el éxito con el que una institución es capaz de transformar riesgo en ingresos; mientras más alto sea el valor, mayor es el éxito de la institución.	Sociedades de corretaje de valores con operaciones de intermediación ( <i>trading</i> )

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.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 PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2011 por Fitch, 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.