



**MANUAL DE CALIFICACIÓN DE FONDOS PATRIMONIALES DE
UNA SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS**

APROBADO POR EL COMITÉ DE CALIFICACIONES Diciembre de 2015



Índice del Manual

Marco general de las calificaciones de Riskmétrica con relación a los fondos patrimoniales de una sociedad administradora de fondos.....	1
Aspectos Considerados en la Calificación de Fondos.....	3
Categorías de Calificaciones	6
Bibliografía	8

Marco general de las calificaciones de Riskmétrica con relación a los fondos patrimoniales de una sociedad administradora de fondos

Este documento describe la metodología que Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos utiliza para calificar los Fondos Patrimoniales de una Sociedad Administradora de Fondos (SAF), invertidos en títulos valores de renta fija. Con esto, se brinda a los inversionistas institucionales, empresas y personas físicas una evaluación de la calidad crediticia de la cartera del Fondo y el nivel de seguridad del capital invertido por la SAF, a partir de una administración adecuada y profesional que permita el cumplimiento de los objetivos de inversión. Al respecto, se evalúan los riesgos crediticios y de mercado a los cuales está expuesta la cartera del fondo con el propósito de determinar el grado de protección y la sensibilidad antes cambios en las condiciones de mercado.

En ese sentido, se pone especial relevancia sobre la capacidad de la SAF para cumplir con los objetivos establecidos, la observancia de las políticas, procedimientos y reglamentos de inversión, así como la diversificación, riesgo y características de la cartera del fondo. Los modelos de gestión de riesgos de mercado y de crédito que ha implementado la SAF para la gestión de los fondos patrimoniales es un elemento crítico en la evaluación y calificación otorgada por Riskmétrica.

En aquellos casos de Fondos de reciente creación o con una historia poco relevante (menor o igual a tres años), Riskmétrica podrá otorgar igualmente una calificación teniendo en cuenta toda la información disponible sobre el Fondo; haciendo énfasis sobre la naturaleza y particularidades de la SAF.



En el proceso de calificación se utiliza información histórica pública, información disponible de otras fuentes y aquella que la SAF aporte voluntariamente, no siendo responsabilidad de Riskmétrica la verificación de la autenticidad de la misma. Al respecto, la calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la SAF, ni a los fondos que administra, por lo que Riskmétrica no garantiza la veracidad de los datos ni se hace responsable de los errores u omisiones que los datos pudieran contener.

Los inversionistas/participes deben tener en cuenta que para todas las categorías de riesgo, los fondos estarán expuestos a pérdidas vinculadas a situaciones del mercado y/o ante eventuales rescates significativos de las cuotas.

La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor.

Esta metodología está sujeta a un proceso continuo de revisión y actualización. Esta versión fue aprobada por el Comité de Calificación en sesión de fecha 29 de diciembre de 2015. Las calificaciones de Riskmétrica están basadas en el cumplimiento de un Código de Conducta y Ética, que recoge los Principios fundamentales que deben regir las operaciones y actividades de calificación de riesgos de crédito por parte de las empresas de calificación, de conformidad con la International Organization of Securities Commissions (IOSCO), que, en marzo de 2015, emitió el “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies” (CRA). Riskmétrica S.A. considera que la correcta aplicación de los Principios del CRA son la base de la aplicación de metodologías específicas de calificación destinadas a entidades u obligaciones en particular.

La calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la entidad financiera por lo que Riskmétrica no garantiza la veracidad de los datos ni se hace responsable de los errores u omisiones que los datos pudieran contener, ya que la información manejada es de carácter público o ha sido proporcionada por la empresa de manera voluntaria.

La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, un aval o garantía de una emisión o su emisor, sino un factor complementario para la toma de decisiones y la gestión más adecuada de los riesgos tomados por los acreedores. No obstante, es necesario considerar que diversos factores tanto externos como internos, no considerables en la calificación otorgada por Riskmétrica, pueden llevar a la empresa calificada a la insolvencia.

Riskmétrica asistirá a los inversores y otros usuarios de las calificaciones de riesgo que emite en desarrollar un mayor entendimiento de las calificaciones de riesgo mediante la comunicación abierta de las calificaciones en lenguaje claro y simple, exponiendo, entre otras cosas, la naturaleza y las limitaciones de las calificaciones de riesgo y los riesgos de utilizarlas incorrectamente para hacer inversiones o tomar otras decisiones



financieras. Riskmétrica no utilizará o implicará que la regulación y control a que está sujeta por parte de la Comisión Nacional de Valores significa que ésta Comisión apoya o certifica las calificaciones de riesgos que Riskmétrica emite.

Debe entenderse claramente que las calificaciones de riesgo de Riskmétrica son opiniones fundadas, que incluyen evaluaciones subjetivas del Comité de Calificación. Fundadas, puesto que la opinión está basada en un análisis profesional de información tanto cuantitativa como cualitativa. Subjetivas, porque no son el resultado de la aplicación de fórmulas rígidas, sino del uso criterioso y experimentado de diversas técnicas y procedimientos para evaluar los riesgos a los que están expuestas las empresas aseguradoras. La calificación de riesgos nunca es un procedimiento mecánico sino que implica el cuidadoso uso de elementos objetivos como de criterios sistemáticos de evaluación de situaciones complejas, donde la formación y la experiencia de los analistas, evaluadores e integrantes del Comité de Calificación desempeña un papel importante.

Las calificaciones asignadas por Riskmétrica no deben interpretarse como recomendaciones para comprar, vender o mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión, ni comprar deudas emitidas por las empresas calificadas que operan en mercados públicos.

Aspectos Considerados en la Calificación de Fondos

En el proceso de análisis y calificación, Riskmétrica evalúa diferentes aspectos que conducen a determinar la calificación de un determinado Fondo. Los analistas, jefes de equipo, o Miembros del Comité de Calificación podrán decidir sobre aumentar o disminuir la profundidad del análisis conforme a las características de un determinado Fondo o de la SAF.

I. Análisis de la Sociedad Administradora de Fondos (SAF)

En el análisis de la SAF, la calificadora evalúa la administración y los profesionales a su cargo, la experiencia demostrada, las políticas de inversión que implementan, los sistemas utilizados, el organigrama y la estructura operativa con que cuentan, así como los sistemas de controles y un eventual respaldo de un Grupo Económico si existiere. Lo anterior, con el propósito de analizar la capacidad de cumplimiento de las políticas y objetivos de inversión, el desempeño y la probabilidad de retribuir a sus participantes flujos iguales o superiores al patrimonio actual. Para el efecto, se tendrá en cuenta los siguientes aspectos, sin que estos constituyan una lista exhaustiva:

Evaluación de la SAF

– Características de la administración relacionadas a la idoneidad para manejar un fondo y enfrentar los desafíos propios del negocio.

- Antecedentes de los ejecutivos, tales como su antigüedad y rotación, y cualquier otro antecedente que se estime relevante y que pueda influir en la gestión del negocio.
- Se tomarán en cuenta aspectos tales como la concentración de la propiedad; antecedentes financieros de los propietarios; la forma en que ellos influyen el control sobre la toma de decisiones; los intereses de los principales dueños en relación al comportamiento de la sociedad; los controles o restricciones de operación con compañías relacionadas; el grupo empresarial en que eventualmente estuviera inserta la SAF y la importancia estratégica de ésta en el grupo; y cualquier antecedente que se estime relevante y que pudiera influir en la gestión de la SAF y los fondos por ella administrados.
- Los sistemas de gestión utilizados y los procesos de toma de decisiones.
- Los modelos de gestión de los riesgos de mercado a los que están expuestos los fondos en función del tiempo faltante para el vencimiento de los títulos y las modificaciones de las tasas de interés.
- Si el valor de los fondos es calculado en la contabilidad de la SAF a precios de mercado (mark to market).
- La estructura de la sociedad y la existencia de comités, políticas de inversión, procedimientos de control, auditorías, generación de reportes, sistemas de valoración de carteras y gestión de contingencias. En particular se evaluará el cumplimiento de diferentes disposiciones legales, políticas y procedimientos en un marco de buenas prácticas.
- Manejo diario de las inversiones, coordinación entre incorporación-rescate de cuotas y venta de inversiones.
- Manejo de conflicto de intereses y de problemas en el pasado.
- Políticas establecidas ante posibles bajas de calificación de los instrumentos invertidos.

Políticas de Inversión

- Si las políticas de inversión establecidas por la SAF son puestas a conocimiento de inversionistas/partícipes, junto a otros factores, al momento de que estos decidan invertir o no en un determinado fondo.
- Grado de compromiso y desviación en el tiempo respecto a las políticas de inversión definidas.

Objetivos de Inversión y Calidad del Comité

- Políticas de inversión en base a reglamentos y políticas internas.
- Límite de Instrumentos por calificación de riesgo, grupos empresariales, sectores, industrias, instrumentos derivados, con y sin garantía privado o estatal, moneda entre otros.
- Límite de duración y liquidez de los instrumentos.
- Exposición del Fondo y calidad y experiencia del Comité de Inversiones.

II. Análisis del Fondo Patrimonial

En este apartado, luego de analizar las características de la SAF, la Calificadora evalúa la calidad crediticia de la cartera de inversiones, el grado de diversificación y la sensibilidad relativa del Fondo ante cambios en las condiciones de mercado. El proceso de calificación considera aspectos específicos del fondo analizado, tales como:

Calidad Crediticia de los Títulos Valores

– Calidad crediticia del portafolio del Fondo: Se evalúan las características del portafolio de inversiones del fondo en términos de diversificación entre tipos de instrumentos y emisores, y las calificaciones de riesgos de los instrumentos calificados por Riskmétrica u otras calificadoras de riesgos para estimar las posibilidades de pérdidas que podrían surgir ante situaciones de instrumentos en default.

– Evolución que ha experimentado el fondo (situación actual, análisis de su trayectoria, estabilidad, consistencia y apego a estrategias delineadas).

Diversificación de Cartera

– Diversificación de la cartera entre tipos de instrumentos, emisores, holding e industria, etc.

– Exposición vs límites de riesgo.

Riesgo de Concentración de Participes

– Los fondos con menor concentración tienen un menor riesgo de experimentar rescates significativos en periodos de alta volatilidad.

– La diversificación de la composición por tipos de participes y el periodo de ejecución de las actividades de rescate, acotan el potencial de riesgo asociado con altas y repentinas actividades de rescate.

Riesgos de Liquidez y de Mercado

– Se considera el nivel de liquidez del fondo para cumplir con sus obligaciones y objetivos de inversión. En este sentido, se evalúa la capacidad que tendría el fondo para cubrir periodos de alto rescate de aportes, para lo cual, cobra relevancia analizar la estructura de vencimientos de las inversiones y la liquidez que podrían tener los instrumentos en el mercado secundario.

– La composición por instrumentos de la cartera y la liquidez existente en el mercado secundario.

– La liquidez de las inversiones y el manejo de las actividades de rescate juegan un papel importante en la evaluación del Fondo. Inversiones con mayor liquidez presentan un menor riesgo sobre el valor del Fondo.

– Políticas de inversión respecto a la liquidez del instrumento.

– Porcentaje del fondo con vencimiento menor a x días (30, 60, 90, 120 días, etc.)

– Consistencia entre liquidez y concentración de participes.

– Se consideran que los instrumentos más líquidos tienen un menor riesgo de experimentar precios ineficientes durante periodos de alta volatilidad en el

mercado y por lo tanto facilitan que el Fondo realice sus actividades de rescate con un menor riesgo de pérdidas en el principal.

– Se considera la gestión en el manejo de riesgos de mercado vinculados a tasas de interés y monedas.

Duración de la Cartera

– Duración de los instrumentos por categoría de riesgo.

– Riesgo promedio de la cartera de inversiones.

– El valor en riesgo (VaR) de la cartera de inversiones.

– Los límites en la duración de la cartera permiten asegurar que ante cambios en la tasas de interés no se reduzca la capacidad para mantener relativamente estable el valor de los activos del Fondo.

– Mientras menor sea la exposición ante movimientos en la tasa de interés, mejor será la calificación de riesgo asignada.

– Asimismo, mientras más líquidos sean los instrumentos que componen la cartera del Fondo, menor será su exposición ante una caída en el precio y por lo tanto podrán soportar una mayor maduración.

Riesgo de Contraparte

– Se considera el riesgo de contraparte que podría existir con las entidades con las cuales opera la SAF para cash management, liquidación y custodia de las operaciones del fondo.

– Se evaluará la separación entre el front office y el back office en las transacciones realizadas por la SAF.

La calificadora, luego de efectuar el análisis, otorgará las calificaciones conforme a la evaluación caso por caso y otorgará un peso relativo a cada uno de los pilares de acuerdo a la naturaleza del Fondo, de su administración y sus particularidades.

Categorías de Calificaciones

En el marco del análisis efectuado a los fondos patrimoniales de inversión de las SAF, Riskmétrica asignará las calificaciones en tres grupos de categorías, pero expresándolas también en las mismas escalas que los instrumentos de mediano y largo plazo. Estas se diferencian por sus niveles de riesgos (Grado Inversión o Especulativo) y por la no disponibilidad de información confiable, suficiente, válida o representativa para proceder a su calificación. Al respecto, las calificaciones consideradas como Grado de Inversión (AAAf hasta BBBf) harán referencia a cuotas de primera clase, en tanto que las calificaciones de Grado de Riesgo o Especulativo (BBf hasta Df) abarcaran a cuotas de segunda clase, mientras la calificación “Ef” estará vinculada a casos sin información suficiente. A continuación, se detallan las categorías y respectivas definiciones:

Primera Clase AAAf: Cuotas con la más alta cobertura frente a pérdidas referidas a riesgo crediticio. Los activos del Fondo y su política de inversión presentan el menor riesgo de todas las categorías.



Primera Clase AAF: Cuotas con muy alta cobertura frente a pérdidas referidas a riesgo crediticio. Los activos del Fondo y su política de inversión presentan una ligera sensibilidad frente a variaciones en las condiciones económicas.

Primera Clase Af: Cuotas con alta cobertura frente a pérdidas referidas a riesgo crediticio. Los activos del Fondo y su política de inversión son discretamente sensibles frente a variaciones en las condiciones económicas.

Primera Clase BBBf: Cuotas con suficiente cobertura frente a pérdidas referidas a riesgo crediticio. Aunque el activo puede presentar ciertos riesgos y/o la política de inversión presenta algunas desviaciones, éstas podrían solucionarse en el corto plazo.

Segunda Clase BBf: Cuotas con baja cobertura frente a pérdidas referidas a riesgo crediticio producto del riesgo de sus activos, por cambios en las condiciones económicas o porque las políticas de inversión podrían provocar el incumplimiento de obligaciones. Los activos que integran las inversiones del Fondo presentan problemas patrimoniales que deben ser superados en el mediano plazo.

Segunda Clase Bf: Cuotas con muy baja cobertura frente a pérdidas referidas a riesgo crediticio, la cual, dada la calidad de sus activos, es altamente sensible a las variaciones en las condiciones económicas. Los activos que integran el Fondo poseen características especulativas. La probabilidad de incumplimiento es mayor que en categorías superiores.

Segunda Clase CCCf: Cuotas muy sensibles a pérdidas referidas a riesgo crediticio, producto del elevado riesgo asumido por la política de inversión. Presentan una inadecuada capacidad de pago y resulta probable que los tenedores de cuotas o participaciones enfrenten pérdidas.

Segunda Clase Df: Cuotas sin valor. Sus tenedores enfrentarán pérdidas en el capital invertido.

Sin Información Ef: No se dispone de información confiable, suficiente, válida o representativa para calificar las cuotas del Fondo.

Para distinguir las calificaciones a escala nacional se utilizará el prefijo “py”.

En aquellos casos de cartera de fondos de reciente creación o con una historia poco relevante (menor o igual a tres años), la calificadora podrá otorgar igualmente una calificación distinta de la categoría Sin Información “Ef”, acompañado del sufijo “n” (nuevo), para diferenciarlos de aquellos con un historial mayor a tres años.

Por su parte, para los casos en que no se dispongan de toda la información necesaria para proceder con la calificación, entendiéndose que no se dispone de ella en los casos en que:

- a) La SAF se negase a proporcionar información requerida para realizar los trabajos de calificación.
- b) La información disponible sobre la cartera del Fondo no fuere válida o representativa, o tuviere antecedentes que pudieran inducir a errores o conclusiones erróneas en la calificación.
- c) La SAF provea información falsa, tendenciosa, o en cualquier caso en que, en base a la información recibida fuere imposible llegar a una conclusión sobre la Calificación de las cuotas del Fondo.

Este Reglamento ha sido aprobado por el Comité de Calificación de Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos, en sesión de fecha 29 de Diciembre de 2015.

Bibliografía

Gustavson, S. y Trieschmann, J. (1995). *“Risk Management and Insurance”*, novena edición, South-Western College Publishing.

International Organization of Securities Commissions (IOSCO), (marzo de 2015). *“Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies”*, (Código de Conductas Fundamentales para Agencias de Calificaciones de Riesgos de Crédito) (CRA).

Manuales de calificación de entidades aseguradoras de otras agencias de calificación de riesgos de crédito del Paraguay.

Martin, Duncan (2008). *“Managing risk in extreme environments”*. Kogan Page.

Ocampos, L.; Ortiz Trepowski, E. y Navarro, B. (1998). *“PARAGUAY: Mercado de seguros y el desarrollo de un mercado de capitales a largo plazo”*, Documento de Trabajo R-337, Red de Centros de Investigación de la Oficina del Economista Jefe Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos (2015). *“Código de Ética y Conducta”* aprobado por el Directorio de la entidad el 24 de setiembre de 2015.

Saloner, G.; Shepard, A. y Podolny, J. (2001). *“Strategic Management”*. John Wiley&Sons, Inc.