

BRC Ratings

A Company of **S&P Global**

Metodologías | Instituciones Financieras | Fondos Alternativos

Metodología de calificación para fondos que invierten en activos alternativos

Índice

I.	ALCANCE DE LOS CRITERIOS	2
II.	RESUMEN DE LOS CRITERIOS.....	2
III.	METODOLOGÍA	3
A.	Apalancamiento ajustado por riesgo	4
B.	Fondeo y liquidez	5
C.	Riesgo regulatorio	7
D.	Modificadores.....	7
E.	Influencia de grupo económico o gobierno.....	9
	DOCUMENTOS RELACIONADOS	10

Metodología de calificación para fondos alternativos

Nuestra calificación es una opinión prospectiva sobre la calidad crediticia de fondos que invierten en activos alternativos. El análisis se fundamenta en una amplia gama de factores cuantificables y no cuantificables cuyo peso es consistente entre los diferentes fondos calificados, además de contrastarlo con el comportamiento de sus pares y de la industria. El resultado de la calificación de cada fondo variará dependiendo del riesgo intrínseco de los activos subyacentes en los cuales invierte, de su estructura de fondeo y perfil de riesgo de liquidez, así como de su sensibilidad a cambios en las condiciones de la economía. Las calificaciones se asignan en escala nacional de deuda de largo plazo.

La información que utilizamos para emitir nuestra opinión proviene de fuentes públicas, la entregada por el calificado por solicitud de la calificadora y los indicadores internos de BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores. Además, se tendrán reuniones con la entidad gestora del fondo para poder analizar de forma prospectiva la probabilidad y capacidad de pago de las obligaciones del fondo alternativo.

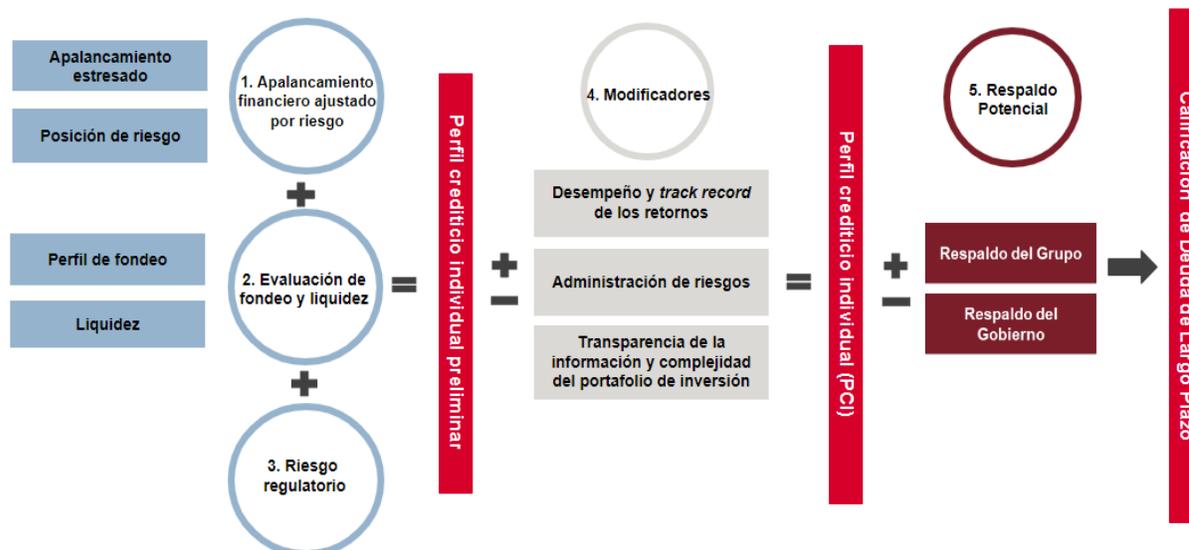
I. Alcance de los criterios

Esta metodología se aplica a fondos que invierten en activos alternativos (FIA). La calidad crediticia de los FIA objeto de esta metodología depende, principalmente, de las inversiones que mantenga en su balance, de sus estrategias de asignación de activos y de sus estructuras de fondeo. Típicamente, los FIA se configuran a través de una estructura tipo fondo de inversión, ya sea como un fondo de capital privado, fondo de deuda privada, un fondo de inversión colectiva, un fideicomiso de inversión o compañías de inversión relativas a un FIA. Los FIA pueden invertir en un rango diverso de activos de mercados públicos o privados, tales como inversiones de renta variable, deuda privada, inmuebles, infraestructura, productos estructurados, entre otros. Se fondean a través de una mezcla de capital permanente (patrimonio) o no permanente (deuda).

II. Resumen de los criterios

Los criterios para obtener la calificación de deuda de largo plazo (DLP) de los FIA constan de dos elementos fundamentales: el perfil crediticio individual (PCI) y el respaldo potencial externo de grupo económico o gobierno. El PCI lo obtenemos a través de un análisis prospectivo de los factores presentados en el gráfico a continuación.

Gráfico 1
Marco de las calificaciones de fondos alternativos



BRC Ratings – S&P Global S.A. SCV

III. Metodología

La aplicación de la metodología parte de dos evaluaciones iniciales:

- El apalancamiento financiero ajustado por riesgo: se basa en nuestro análisis del apalancamiento estresado del fondo, modificado por la posición de riesgo.
- Fondeo y la liquidez: que proviene del análisis de factores cuantitativos y cualitativos que se explican más adelante.

Combinamos estas dos evaluaciones para obtener el perfil crediticio individual preliminar, como muestra la Tabla 1. Este nivel inicial puede ser modificado hacía abajo por la evaluación de riesgo regulatorio y su influencia en el desempeño del activo subyacente.

Tabla 1. Perfil crediticio individual preliminar						
--Apalancamiento ajustado por riesgo--	--Fondeo y liquidez--					
	Muy fuerte	Fuerte	Adecuado	Moderado	Débil	Muy débil
Muy fuerte	aaa	aa+/aa	aa-/a+	a/a-	bbb+/bbb	bbb-/bb+
Fuerte	aa	aa-/a+	a/a-	bbb+/bbb	bbb-/bb+	bb/bb-
Adecuado	a	a/a-	bbb+/bbb	bbb-/bb+	bb	bb-
Moderado	bbb+	bbb+/bbb	bbb/bbb-	bb+/bb	bb/bb-	b+/b
Débil	bbb-	bb+/bb	bb/bb-	bb-/b+	b+/b	b
Muy débil	bb	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

Cuando la Tabla 1 indica dos resultados posibles, determinamos el perfil crediticio individual preliminar de la siguiente forma:

- Para evaluaciones de fondeo y liquidez de adecuado o superior, realizamos un análisis holístico de la fortaleza relativa de los componentes de apalancamiento ajustado por riesgo y de fondeo y liquidez para determinar el resultado.
- Para evaluación de fondeo y liquidez de moderado o más débil, normalmente damos mayor ponderación a la fortaleza relativa del componente de fondeo y liquidez.

El perfil crediticio individual preliminar puede ser modificado según el análisis de desempeño e historial (*track record*) de los retornos, administración de riesgos y la evaluación de transparencia de la información y complejidad del portafolio de inversión. Como resultado, obtendremos el PCI. Por último, incorporamos el análisis de influencia externa de grupo económico o gobierno.

A continuación, explicamos en mayor detalle cada uno de los componentes:

A. Apalancamiento ajustado por riesgo

El apalancamiento ajustado por riesgo mide la habilidad de un fondo para cubrir sus obligaciones financieras vigentes bajo escenarios económicos adversos o situaciones de estrés propias del activo subyacente. Primero, evaluamos el apalancamiento estresado del fondo bajo una escala de muy fuerte a muy débil, lo que dependerá de su capacidad para enfrentar escenarios de estrés entre fuertes y leves. Luego, modificamos esta evaluación según nuestro análisis de la posición de riesgo.

La posición de riesgo de un fondo puede mejorar nuestra evaluación del apalancamiento estresado en una categoría hacia arriba o desmejorarla en dos categorías hacia abajo.

Evaluación de apalancamiento estresado

Determinamos el apalancamiento estresado de dos posibles maneras. Para fondos que usan estrategias de inversión más estables y tradicionales, y que tienen perfiles de activos que no cambian significativamente sobre un horizonte de corto plazo, típicamente aplicaremos un castigo (*haircut* en inglés) a los activos que refleje el impacto negativo de un escenario de estrés moderado y comparamos ese valor contra el valor de la totalidad de las obligaciones financieras. El nivel del *haircut* va a variar dependiendo de la naturaleza de los activos subyacentes del fondo. Típicamente, el valor del *haircut* dependerá de nuestra evaluación sobre la resistencia que tiene el valor de los activos subyacentes ante escenarios económicos con estrés moderado, para lo cual fundamentaremos el análisis en el desempeño histórico de los activos subyacentes del FIA bajo diferentes ciclos de la economía, así como en el desempeño de activos similares en el mercado nacional.

Luego de aplicar el *haircut* a los activos y comparar el valor resultante frente a las obligaciones de deuda vigentes, asignaremos la evaluación de apalancamiento estresado de adecuada cuando la relación se ubique entre 1.75x (veces) y 2.5x y muy fuerte cuando sea superior a 3.5x. Cuando la relación sea inferior a 1.75x la evaluación será moderada o débil.

Para fondos que utilizan estrategias de inversión complejas que tienen una alta rotación de activos, típicamente consideramos mediciones de riesgo de mercado para evaluar la

suficiencia del patrimonio del fondo para absorber pérdidas en un escenario de estrés moderado. Utilizaremos la metodología de valor en riesgo (VaR por siglas en inglés para *value at risk*) paramétrico de distribución normal con horizonte de un año y nivel de confianza de 99%. Típicamente requeriremos tres años de historia de retornos para calcular el VaR. Podremos incrementar el ajuste por riesgo en caso de que el fondo no cuente con una historia de retornos suficiente o en caso de que el análisis de *backtesting* muestre sobre pasos recurrentes respecto del valor teórico.

Típicamente, no aplicaremos un *haircut* al efectivo y al disponible en caja, a menos que observemos que el gestor del fondo tenga con una política o herramientas apropiadas para el seguimiento del riesgo de liquidez.

Ajuste por posición de riesgo

El ajuste por posición de riesgo refina nuestra evaluación de apalancamiento y riesgo del activo más allá de los supuestos aplicados en el cálculo del *haircut*.

Para modificar la evaluación de apalancamiento estresado, evaluaremos los siguientes factores.

- Riesgos no capturados en el apalancamiento estresado.
- Análisis de concentración del activo subyacente.
- Riesgos de la estrategia de asignación de activos.
- Volatilidad de los retornos históricos.
- Calidad del capital.

Nuestra evaluación sobre la posición de riesgo se determinará como fuerte, adecuada, moderada o débil. Ajustaremos el PCI hacia arriba cuando la evaluación de posición de riesgo sea fuerte, mientras que la ajustaremos hacia abajo en uno o dos niveles cuando la evaluación sea moderada o débil, respectivamente.

Consideramos que una posición de riesgo es fuerte cuando el calificado cuenta con una volatilidad de los retornos inferior a la esperada, mientras que una posición de riesgo adecuada implica una volatilidad de los retornos en línea con los pares y una posición de riesgo moderada se deriva de una volatilidad de los retornos mayor a la esperada. Además, una posición de riesgo débil implicaría una volatilidad de los retornos mucho mayor a la esperada, más concentraciones en términos de diversificación geográfica, tipo de activos, entre otros, superiores a las observadas en portafolios de características similares. Asimismo, cuando los activos subyacentes del FIA estén expuestos a riesgos que no son capturados en el *haircut*, podremos realizar ajustes en la evaluación de posición de riesgo.

B. Fondeo y liquidez

Analizamos cada factor de la evaluación de fondeo de forma independiente y aplicamos una aproximación holística para determinar la evaluación definitiva de fondeo. Evaluamos la liquidez a través de un análisis cuantitativo complementado por consideraciones cualitativas, incluyendo la liquidez de los activos, flujo de caja del portafolio y análisis de restricciones (*covenants*) o pasivos contingentes. Combinaremos las evaluaciones de fondeo y liquidez para determinar la evaluación del componente en una escala entre muy fuerte y muy débil.

Consideramos la estabilidad de las fuentes de fondeo de un FIA y la relevancia que implica para la estrategia de inversión contar con fondeo de largo plazo. Incorporamos la capacidad del FIA para cubrir el servicio de la deuda, comisiones de administración y cumplir con otras obligaciones financieras a través del análisis de las fuentes y usos de efectivo.

En nuestra opinión, las fuentes de fondeo de largo plazo o permanentes son un factor positivo en la evaluación de fondeo, particularmente cuando el FIA sostiene una estrategia de inversión en activos de baja liquidez. Asimismo, amplias y diversas fuentes de liquidez pueden mitigar riesgos derivados de la dependencia de fuentes de fondeo de corto plazo.

Aplicamos una aproximación holística para evaluar como las fuentes de fondeo, la liquidez y la estrategia de inversión sugieren una habilidad fuerte o débil para administrar el calce entre activos y pasivos.

Evaluaremos la liquidez de forma negativa si el FIA cuenta con una exposición significativa a vencimientos de deuda de corto plazo, *covenants* de aceleración de deuda u otros compromisos financieros que no estén cubiertos adecuadamente por la tenencia de activos de alta liquidez o líneas de crédito suficientes para cubrir dichas exposiciones.

Evaluaremos el fondeo con base en los siguientes factores:

- Estabilidad y diversidad de la base de inversionistas de capital (fondeo patrimonial).
- Estabilidad y diversidad de las fuentes de fondeo (fondeo a través de instrumentos de deuda).
- Relaciones con intermediarios que provean las fuentes de fondeo de capital o deuda, en caso de ser relevantes.
- Flexibilidad y diversidad de las fuentes de fondeo.

Para fondos que usan estrategias de inversión más estables y tradicionales, con un perfil de activos que no tiene variaciones significativas en el corto plazo, típicamente evaluamos la liquidez a través de un indicador cuantitativo clave: la relación entre el monto de las fuentes ciertas que tiene el fondo en los próximos 12 y 24 meses dividido por el monto de los usos ciertos bajo un escenario de estrés. Típicamente aplicaremos un *haircut* a los flujos del activo para reflejar un escenario de estrés moderado; también consideraremos la habilidad del FIA para liquidar los activos cuando lo requiera para cumplir con sus obligaciones.

Las fuentes de efectivo incluyen, pero no se limitan, a:

- Caja y efectivo en el balance.
- Ingresos de intereses.
- Ingresos de dividendos.
- Cupos disponibles en líneas de crédito comprometidas.
- Recursos de la liquidación de activos.
- Recursos del vencimiento de activos.
- Compromisos de capital no desembolsados (sujeto a limitaciones)
- Otras fuentes cuantificables.

Los usos de efectivo incluyen, pero no se limitan, a:

- Vencimientos de deuda.
- Pagos del servicio de la deuda.

- Pagados por llamado al margen de estructuras con derivados.
- Gastos operativos, incluyendo comisiones de administración y gastos transaccionales.
- Compromisos y contingencias pasivas.

Para fondos que usen estrategias de inversión más complejas, típicamente evaluaremos la liquidez a través de la comparación de la reserva de activos líquidos respecto al valor neto de los activos y frente a los compromisos de deuda.

En conclusión, consideraremos una posición de fondeo muy fuerte cuando el calificado puede recurrir a diversos instrumentos de financiamiento, incluyendo el acceso probado y recurrente al mercado de capitales, dentro de lo cual consideramos positivo cuando las unidades de inversión del FIA tienen una formación de precios adecuada en el mercado secundario. En sentido contrario, evaluaremos el fondeo como débil cuando su flexibilidad es limitada, o cuando el fondeo está restringido a ciertas contrapartes. Lo consideraremos muy débil cuando, por ejemplo, las relaciones con las contrapartes son muy limitadas (una o dos relaciones) o cuando no se tienen relaciones con la banca.

Una evaluación de liquidez muy fuerte está relacionada con un flujo de caja proveniente de los activos subyacentes con alto nivel de predictibilidad, mientras que podremos considerar una posición de liquidez muy débil cuando tengamos un flujo de caja no recurrente o niveles de activos líquidos insuficientes frente a los compromisos de deuda de corto plazo. De forma particular, si la cobertura del flujo de caja sobre los usos en escenarios de estrés es 2x (veces) podremos considerar una posición de liquidez muy fuerte, con 1x moderada e inferior a 0.5x muy débil.

C. Riesgo regulatorio

Evaluaremos el marco regulatorio que cubre el funcionamiento de los activos subyacentes, así como de las obligaciones financieras del FIA. Nuestra opinión del perfil crediticio individual preliminar podría ser ajustada uno o dos niveles (*notches*) hacia abajo en caso de que consideremos que el marco regulatorio podría generar un detrimento significativo en el desempeño de los activos subyacentes. Por ejemplo, en caso de que vislumbremos cambios regulatorios que puedan afectar significativamente el desempeño del apalancamiento ajustado por riesgo o el perfil de fondeo y liquidez, podremos aplicar el ajuste por riesgo regulatorio en una magnitud consistente con el riesgo potencial para el FIA.

D. Modificadores

Los modificadores que aplicamos al PCI preliminar son: la evaluación del desempeño y *track record* de los retornos, la administración de riesgos, y la transparencia de la información y la complejidad del portafolio de inversiones. Cabe mencionar que el único modificador que podrá subir el PCI preliminar es el desempeño y *track record* de los retornos, mientras que los otros dos factores pueden no afectarlo o bajarlo. Para el primer componente, la evaluación puede subir o bajar hasta un nivel el PCI preliminar, mientras que en el segundo pueden bajar hasta más de dos niveles cuando se considera que la administración de riesgos genera un riesgo substancial. Finalmente, de la evaluación de transparencia y complejidad puede bajar el PCI preliminar en un nivel o mantenerlo inalterado.

Desempeño y *track record* de los retornos

Evaluamos el desempeño histórico de los retornos del fondo y las estrategias de inversión como positivo, neutral o negativo. Esto, para determinar el riesgo potencial de volatilidad en los retornos que perciben los inversionistas de capital (tanto en términos absolutos como relativos). El desempeño de los retornos puede tener un efecto en la estabilidad del FIA en la medida que afecte la estabilidad de las fuentes de fondeo y el flujo de caja necesario para cubrir el servicio de la deuda y otras obligaciones.

Evaluaremos el desempeño histórico de los retornos del fondo y el desempeño de las estrategias de inversión como positivo cuando identifiquemos beneficios para el FIA por el *track record* histórico del gestor en la generación de retornos ajustados a su oferta de valor, asimismo lo evaluaremos como negativo cuando identifiquemos deficiencias materiales al respecto. De otra manera, será neutral.

En caso de que aplique, podremos utilizar el indicador cuantitativo *information ratio* que mide la rentabilidad extra que ha obtenido el fondo en relación con su *benchmark*, índice de referencia o grupo de pares comparable, definidos por el administrador o gestor. Cuanto más grande es el indicador, implica un mayor exceso de retorno frente a su *benchmark*, con una volatilidad menor.

Administración de riesgos

Evaluamos la administración de riesgos como neutral, moderadamente negativa, negativa o de riesgo substancial para capturar ciertos riesgos – que no están siendo capturados en otra sección de la metodología – en relación con la administración de riesgos de inversión o de crédito del FIA. Daremos una evaluación neutral cuando consideremos que la administración de riesgos del FIA es apropiada dada la naturaleza de sus activos subyacentes. La evaluación será moderadamente negativa cuando identifiquemos debilidades materiales que consideramos tendrían un impacto moderado sobre el FIA. Será negativa cuando identifiquemos debilidades materiales que podrían tener un impacto significativo sobre el FIA.

Podremos considerar que la administración de riesgo implica un riesgo substancial para el FIA, algunos ejemplos de estas situaciones:

- Cuando consideremos insuficientes los sistemas de administración de riesgos dirigidos a proteger los derechos de los inversionistas.
- Cuando el FIA no genera reportes periódicos de riesgo sobre el desempeño del activo subyacente.
- Cuando consideremos que existen deficiencias operativas substanciales dada la complejidad de la estrategia de inversión del FIA.

Transparencia de la información y complejidad del portafolio de inversión

Evaluamos la transparencia y complejidad como neutral o negativa. Será negativa cuando la complejidad de la estructura organizacional del FIA o la transparencia de sus reportes de información generen riesgos que no estén capturados en otra sección de la metodología, de otra forma será neutral. Entre los elementos que tendremos en cuenta para este ajuste, incluirá las prácticas de gobierno corporativo del FIA y la forma como gestiona los conflictos de interés.

E. Influencia de grupo económico o gobierno

Para BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores, en casos extraordinarios, la capacidad financiera del gestor puede llegarse a valorar como una fortaleza para la capacidad de pago del FIA. BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores asigna un peso elevado al carácter del gestor del fondo, lo cual engloba elementos cualitativos como el gobierno corporativo, complementariedad y alineación estratégica, entre otros. En este sentido, además del análisis del perfil crediticio individual de una entidad, adicionamos la capacidad de pago y voluntad de apoyo del gestor. Dicho apoyo externo podrá ser patrimonial, de facilidades de liquidez o endeudamiento, entre otros mecanismos que deriven en solventar deterioros en la capacidad de pago del FIA.

En este componente de la metodología, evaluamos la probabilidad de apoyo extraordinario de un gobierno o del grupo económico al cual pertenece el gestor del FIA calificado, mediante la evaluación de la relación entre las partes. Para determinar la capacidad de pago del accionista del gestor, el punto de partida es su calificación de riesgo crediticio en escala nacional o la aproximación sobre esta por parte de BRC Ratings – S&P Global, de forma alternativa podemos usar las calificaciones en escala global, las cuales contrastamos frente a las del riesgo soberano del país local. Asimismo, evaluamos la voluntad de apoyo de la matriz, considerando elementos como los siguientes:

Respaldo de grupo

- Alineación e importancia estratégica del FIA en términos de complementariedad de la oferta de valor y/o ingresos del accionista del gestor.
- Calidad de la franquicia, potencial exposición a riesgo reputacional.
- Respaldo y posición financiera de los accionistas: historial de apoyo patrimonial y/o de liquidez.

Respaldo del gobierno

- Relación accionaria o de control por parte del gobierno hacía el gestor profesional.
- Relevancia estratégica como herramienta del gobierno y alineación con el plan del gobierno.
- Historial de apoyo patrimonial o de cualquier otra índole.

En general, este último componente en la metodología podría adicionar hasta tres niveles (*notches*) sobre el perfil crediticio individual.

Cabe mencionar que, así como la relación con el grupo o el gobierno pueden mejorar la calificación del FIA, esta también puede bajar cuando el estrés financiero del grupo perjudique la calidad crediticia de sus filiales o subordinadas. Por ejemplo, en el caso en el que los problemas financieros del grupo se trasladen a sus filiales y esto derive en pérdida de la posición de negocio o deterioro en las condiciones financieras de estas. Asimismo, el deterioro reputacional de un grupo puede perjudicar la capacidad financiera de la filial; por ejemplo, puede aumentar su costo de financiación, lo que desmejora su calidad crediticia.

Cuando las subsidiarias reciban de su grupo apoyo operativo, comercial, tecnológico, entre otros, y este no pueda continuar siendo provisto, podrá desencadenar dificultades financieras y del negocio que puedan presionar la calificación de la entidad del grupo. Dependiendo de

la jurisdicción también podría ocurrir que la matriz retire recursos de sus filiales, con lo cual desmejore su posición financiera, o que existan cláusulas cruzadas en los contratos de las obligaciones, que en caso de incumplimiento de la matriz lleven a incumplimientos de las filiales o aceleración en el pago de sus obligaciones.

DOCUMENTOS RELACIONADOS

- Escala de calificación deuda de largo plazo.

La presente metodología fue aprobada por el Comité Técnico de BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores y es utilizada únicamente por BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores en el proceso de calificación de riesgo en escala nacional.

Fecha de publicación en página web: 23 de mayo de 2024.

Fecha de aprobación por Comité Técnico: 22 de mayo de 2024.

Acta de Comité Técnico: 2550.