

## Metodología Maestra de Clasificación Fondos

La presente metodología de clasificación será utilizada por Apoyo & Asociados Internacionales - Clasificadora de Riesgo (en adelante Apoyo & Asociados, A&A o la Clasificadora) para clasificar cuotas de participación de Fondos. Esta metodología incorpora la experiencia de Apoyo & Asociados en el mercado peruano y tiene en consideración el *expertise* y criterios metodológicos de su socio *FitchRatings* a nivel global. En ese sentido, Apoyo & Asociados busca que sus metodologías se adapten a la realidad peruana, así como a las exigencias de nuestro marco regulatorio.

### Alcance de los Criterios

El presente reporte describe principalmente la metodología utilizada por Apoyo & Asociados (A&A) para clasificar aquellos Fondos que invierten en Instrumentos de Deuda.

La finalidad primordial al clasificar un Fondo de Deuda es proveer al público inversionista con una opinión completa e independiente sobre la calidad crediticia de sus activos y su sensibilidad a factores de mercado. Asimismo, considera la capacidad de su administración para el cumplimiento de los objetivos de dichos Fondos.

Por su propia naturaleza, el análisis es dinámico, por lo que se observa la evolución que ha experimentado el fondo. Si bien las clasificaciones dependen fundamentalmente de la situación actual de los portafolios, el análisis de su trayectoria, estabilidad, consistencia y apego a estrategias delineadas, es esencial en la determinación de las mismas.

### Descripción del Modelo de Análisis para la Clasificación de Riesgo de Fondos

El modelo utilizado por A&A para analizar fondos que invierten en instrumentos de deuda contempla el análisis del Riesgo de Crédito y del Riesgo de Mercado. En el caso de portafolios cerrados podría otorgarse sólo una clasificación de riesgo crediticio.

En ese sentido, el análisis del Riesgo de Crédito se basa fundamentalmente en la calidad crediticia de los activos que componen el portafolio. De este modo, es relevante el promedio ponderado de las clasificaciones de los activos que conforman dicho portafolio. A pesar de que las clasificaciones reflejan usualmente el estado actual del portafolio, aspectos como la trayectoria del mismo, la estabilidad y/o el cumplimiento de las políticas del fondo, entre otros, pueden tener impacto.

Por su parte, en el análisis del Riesgo de Mercado se evalúa la sensibilidad del portafolio a factores diversos como el riesgo de tasas de interés, duración, liquidez y fluctuaciones cambiarias.

Además, existen otros factores a ser considerados como el riesgo de concentración, la exposición a contrapartes y el apalancamiento del fondo, de ser el caso.

Finalmente, el análisis del Administrador del fondo es importante para entender su capacidad e idoneidad para realizar sus funciones, en línea con los objetivos del fondo.

Todos estos factores son explicados con mayor detalle para su mejor comprensión en la presente metodología.

Los principales factores cualitativos y cuantitativos que se toman en consideración en la clasificación de riesgos de fondos son:

Cuantitativos	Cualitativos
Calidad crediticia de los activos	Análisis del Administrador
Riesgo de contraparte	
Riesgo de concentración	
Riesgo de tasas de interés / <i>spread</i> (duración)	
Apalancamiento del fondo	
Riesgo de liquidez	
Riesgo cambiario	

## Factores Clave de la Clasificación

**Medidas de Riesgo Combinadas:** A&A asigna usualmente dos tipos de clasificaciones a los fondos de deuda, para reflejar los diferentes riesgos que enfrentan los inversionistas de renta fija. La Clasificación de Riesgo Crediticio del Fondo mide la vulnerabilidad a pérdidas como resultado de incumplimientos de crédito, y es principalmente expresada por la clasificación crediticia promedio ponderada del portafolio.

Por otro lado, la Clasificación de Riesgo de Mercado mide la sensibilidad potencial del portafolio a factores de riesgo de mercado, tales como duración, riesgo *spread*, fluctuaciones cambiarias y otros. Las Clasificaciones Crediticias y de Riesgo de Mercado pueden ser asignadas en forma conjunta, especialmente para portafolios abiertos. En el caso de portafolios cerrados podría otorgarse sólo una Clasificación de Riesgo Crediticio.

**Calidad Crediticia de los Activos Individuales:** El factor promedio ponderado de clasificación (WARF por su denominación "*Weighted Average Rating Factor*" y siglas en inglés) del portafolio de activos está basado en clasificaciones públicas u opiniones de A&A sobre una emisión, emisores y/o contrapartes al nivel individual del activo, ya sean bonos, préstamos o transacciones de derivados.

**Otros Factores de Riesgo Considerados:** Las clasificaciones incluyen otros factores de riesgo específicos del portafolio que pueden ser relevantes. Estos factores de riesgo incluyen el riesgo de concentración, uso de derivados para propósitos de cobertura o especulativos, apalancamiento, y exposiciones a contrapartes.

**Monitoreo Activo de las Clasificaciones:** A&A solicita generalmente en forma trimestral la composición del portafolio y las estadísticas relevantes de desempeño a fin de monitorear activamente las clasificaciones. En los casos en los que se considere relevante, la solicitud de información puede ser inclusive mensual.

**Evaluación del Administrador:** A&A evalúa las capacidades del administrador del portafolio para asegurar que está debidamente calificado, competente y capaz para administrar el portafolio. A&A no clasificará portafolios de administradores que fallen esta evaluación.

## Clasificaciones de Fondos de Deuda

A&A emite su opinión a través de la integración de dos tipos de clasificaciones, cada una representada por una nomenclatura diferente:

**Clasificación de Riesgo Crediticio.** Esta clasificación es una opinión respecto a la vulnerabilidad a pérdidas como resultado de eventuales incumplimientos en el pago de capital y/o intereses sobre el total de los valores que integran una cartera de fondos de deuda. Las clasificaciones de riesgo crediticio de los Fondos de Deuda se expresan en una escala semejante de las clasificaciones

crediticias nacionales para el largo plazo (diferenciándolas vía la inclusión de un sufijo específico “F”); sin embargo, no miden las expectativas de riesgo de incumplimiento para el fondo en sí mismo, puesto que un fondo por lo general no cae en incumplimiento.

Las clasificaciones de riesgo crediticio del fondo se basan mayormente en la calidad actual y previsible del riesgo de crédito promedio de la cartera de inversiones del fondo. Además, tienen un elemento de *momentum* de clasificación incorporado, y por lo tanto, también capturan la probabilidad de que el fondo mantenga una cierta calidad de crédito en el tiempo. Las clasificaciones de riesgo crediticio de Fondos de Deuda son generalmente complementadas con clasificaciones de riesgo de mercado.

**Clasificación de Riesgo de Mercado.** Es una opinión en cuanto a la sensibilidad relativa del retorno total de la cartera (incluidos los ingresos y el valor de mercado) y/o del valor neto del activo ante los cambios asumidos en tasas de interés y spreads de crédito, así como algunos otros parámetros de riesgo de mercado, y teniendo en cuenta los efectos del apalancamiento, en su caso.

## Análisis del Administrador

Para clasificar un fondo de deuda, A&A comienza por realizar una revisión del administrador del fondo. Con este análisis, la agencia calificadora busca establecer que el administrador es competente y capaz de administrar el fondo. La evaluación del administrador no incide en la clasificación del portafolio, solamente determina si A&A puede o no clasificar el portafolio.

Este análisis se realiza mediante una reunión entre la Calificadora y la Administradora en las oficinas de esta última. La Calificadora indagará sobre la efectividad de la administración en organizar e implementar los pasos específicos para lograr los objetivos de inversión establecidos. El análisis del administrador considera:

- La estructura corporativa del administrador de activos con un enfoque en los accionistas y su compromiso, la sostenibilidad financiera y de negocio, experiencia, gobierno corporativo y personal;
- El marco general de control del administrador;
- La calidad e idoneidad de los recursos de inversión y la disciplina general de las operaciones del *front office*;
- La calidad e idoneidad de las funciones del *middle* y *back office*; y
- La plataforma tecnológica del administrador, en términos de los recursos IT y sistemas, integración, administración de datos y, seguridad.

Diversos fondos pueden ser calificados una vez que el proceso de revisión de la administración ha sido completado. En general, A&A preferirá que las Administradoras tengan experiencia en el conocimiento y administración de los activos en los que invierten, por ejemplo tres o más años. Cuando un administrador no tenga un historial, por ejemplo en el caso de las Administradoras que están iniciando operaciones, la calificadora considerará la experiencia y/o historial de los funcionarios del área de inversión o la capacidad administrativa obtenida administrando fondos en un predecesor o competidor, así como el grado de profundidad de la infraestructura operacional disponible y necesaria para una buena operación y, una plataforma estable para la administración de activos.

Además, el análisis de la calidad de la administración está en función de su estilo, generalmente asociado al nivel de gestión de sus carteras. Por lo general, A&A espera procesos y recursos sólidos cuando el portafolio es administrado en forma altamente activa (en relación a la liquidez de los tipos de activos). En el caso de un cambio importante en la composición de los funcionarios de la administración, A&A tendrá que realizar en forma inmediata un análisis del administrador del

fondo. Las conclusiones de esta revisión pueden resultar en que A&A modifique o retire la clasificación de su administrador y del propio fondo.

## Criterio para Riesgo Crediticio

Este componente de la clasificación analiza fundamentalmente la calidad crediticia del conjunto de los activos que conforman el portafolio de los Fondos, en base al riesgo crediticio ponderado de cada uno de los mismos, la distribución de los valores en la cartera por clasificación y, cuando estén disponibles, la calidad crediticia de las contrapartes clave.

### Riesgo Crediticio

El riesgo crediticio se refiere a la exposición del Fondo a eventuales incumplimientos en el pago de capital y/o intereses en el total de los valores que integran su portafolio, o en parte de ellos de así especificarse. El riesgo crediticio de una cartera se mide por las clasificaciones crediticias subyacentes asignadas a cada activo por A&A, o en su defecto, por una o más agencias de clasificación reconocidas, utilizando usualmente la menor de ellas. Cuando los valores solamente cuenten con clasificaciones de agencias calificadoras locales, A&A utilizará la clasificación menor, pudiendo presentarse un ajuste en dicha clasificación si A&A lo considera apropiado en base a las diferencias observadas en relación a las clasificaciones de A&A, donde sea posible, y/o teniendo en cuenta diferencias metodológicas de clasificación a fin de reflejar en forma adecuada el riesgo de crédito de la emisión en cuestión. Las clasificaciones utilizadas por A&A en su análisis son clasificaciones para emisiones específicas, las cuales toman en cuenta la subordinación relativa. En ausencia de una clasificación pública u opinión de A&A, la Clasificadora considera a los valores sin clasificación en el nivel 'CCC' (a menos que se indique de otra manera) en aras de ser conservadores en el análisis.

A&A calcula el factor promedio ponderado de clasificación de la cartera (WARF, por sus siglas en inglés) como uno de los principales determinantes de la clasificación crediticia del fondo. El WARF representa un indicador útil del riesgo crediticio promedio de la cartera y ayuda en la comparación de la calidad crediticia intrínseca de diferentes carteras. El WARF de la cartera es la suma del peso de cada valor en la cartera como porcentaje de la cartera total, multiplicado por el correspondiente factor de clasificación. Los factores de clasificación han tomado como referencia los datos de incumplimiento observados globalmente por nuestro socio *FitchRatings* en empresas corporativas sobre horizontes de 10 años. Estos factores se actualizan periódicamente y por lo tanto, están sujetos a cambios. Así, por ejemplo, actualmente un AAA internacional presenta un factor de ponderación de 0.19, en tanto que un CCC internacional tiene un factor de ponderación de 62.8. Los factores de clasificación para el Perú se establecen utilizando como base los factores globales de clasificación indicada previamente. Considerando estos factores como referencia, se establecen los factores locales correspondientes.

La Clasificadora reconoce que, en determinadas circunstancias, un fondo de bonos puede apartarse moderada y temporalmente de los parámetros señalados en los criterios de clasificación de la agencia. Por ejemplo, una baja de clasificación en alguno de los activos subyacentes puede aumentar el WARF del fondo. Mientras que las desviaciones continuas de los criterios de clasificación tendrán en última instancia consecuencias sobre la clasificación del fondo, a menudo existe una base razonable para considerar un corto período de gracia, siempre que el gestor de activos haya propuesto un plazo convincente y accesible acerca de las acciones correctivas para resolver o mitigar los riesgos asociados a dicha situación. A&A evaluará estas circunstancias caso por caso para determinar el curso de acción apropiado.

A&A revisará las emisiones en incumplimiento en el contexto del proceso de análisis crediticio del administrador. La agencia considerará el contexto en el cual el incumplimiento se originó, por ejemplo, si un activo en dificultades fue comprado en anticipación a eventuales recuperaciones en

exceso del precio de compra, o si una emisión mantenida ha sufrido múltiples degradaciones en su clasificación o incumplió desde el momento de su compra. La calidad de la selección crediticia del administrador de inversiones y los procesos de supervisión son un criterio cualitativo importante en términos de la evaluación de A&A del administrador de inversión. A&A podría optar por no clasificar los portafolios gestionados por administradores de inversión con historiales deficientes de incumplimiento y pérdida.

La clasificación Crediticia del Fondo será típicamente consistente con las categorías de clasificación más frecuentes, sin embargo, pueden ocurrir diferencias, particularmente en el caso de los portafolios de corto plazo (en los cuales una alza de clasificación puede ser justificada) o si A&A considera que el portafolio incluye un riesgo significativamente alto (en cuyo caso puede ameritar un techo a la clasificación o un castigo adicional) o cuando A&A considera que el portafolio está concentrado.

## **Otras Consideraciones Crediticias**

### **Riesgo de Contraparte**

Los fondos de deuda están expuestos al riesgo de contraparte procedente de distintas fuentes, incluidos los acuerdos de recompra (reportos) o swaps, así como también en las cuentas bancarias para depósitos en efectivo.

En su proceso de clasificación, A&A revisará las clasificaciones de las contrapartes cuando estén disponibles y la calidad del colateral, así como las políticas de márgenes, al analizar la calidad crediticia general del portafolio. Cuando haya una exposición considerable a una cuenta bancaria a través de depósitos en efectivo, A&A incorporará la clasificación de la cuenta bancaria en su cálculo de WARF de la cartera, de acuerdo a la proporción de los activos del fondo mantenida en efectivo en la cuenta bancaria del emisor, y conforme a la clasificación como emisor de la referida institución bancaria.

Las posibles adaptaciones en el análisis de la agencia calificadora serán detalladas y desglosadas en los comentarios de acción de clasificación o reportes asociados con la correspondiente clasificación del referido fondo.

### **Riesgo de Concentración**

Las carteras concentradas tienen un riesgo de cola mayor. Estas carteras son más propensas a presentar una mayor vulnerabilidad a pérdidas, en comparación a aquellas de fondos de calidad de crédito similar, pero más diversificadas. Esto se debe al hecho de que la concentración puede conllevar eventos adversos de crédito más sincronizados y potencialmente pérdidas crediticias individuales más costosas.

En caso de que A&A identifique que una cartera de fondos de deuda tiene una elevada exposición a un determinado sector, país o tipo de activo, en relación a fondos comparables, y dependiendo de las características específicas del mercado en el que opere este fondo, se pueden aplicar ciertos escenarios de sensibilidad simulados en su análisis. Estos escenarios pueden incluir (pero no están limitados a) simulaciones de bajas de clasificación o incumplimientos de los activos de ciertas industrias, regiones o clases.

A&A típicamente excluye de su análisis de riesgo de concentración las entidades supranacionales, soberanas y relacionadas con el gobierno (tales como agencias Gubernamentales) que cuentan con clasificaciones altas.

## Valores que no son Deuda

En ciertos casos, los fondos que son predominantemente de deuda pueden contener una pequeña exposición en valores que no son de deuda, tales como las acciones. En tales casos, la Clasificación Crediticia del Fondo solamente refleja la porción de deuda del portafolio y excluye las otras inversiones. A&A revelará en sus informes cuando esta práctica sea aplicada. Sin embargo, en todos los casos, A&A espera que la exposición a este tipo de inversiones que no son deuda sea pequeña. Generalmente en casos en donde la porción de valores que no son deuda sea superior a 10% A&A considerará no clasificar al Fondo como un Fondo de Deuda. En este último caso A&A no asignará una Clasificación Crediticia al Fondo y utilizará la simbología de clasificación para Fondos de Inversión en Renta Variable.

## Criterio para Riesgo de Mercado

Las clasificaciones de riesgo de mercado del fondo se basan en la sensibilidad del valor de mercado de los fondos ante cambios en los factores de riesgo de mercado, incluyendo las tasas de interés, spreads de tasas, y monedas, entre otros. El análisis de los factores de riesgo de mercado para cada valor en forma individual, así como su impacto dentro del portafolio, proveen una visión más completa de los riesgos, así como el efecto de las potenciales volatilidades futuras sobre el portafolio. Los principales factores de riesgo analizados, dada la naturaleza y características de los Fondos de Deuda, son:

- Riesgo de Tasas de Interés
- Riesgo Spread
- Apalancamiento
- Consideraciones Adicionales

## Riesgo de Tasas de Interés

El riesgo de tasas de interés está constituido por la volatilidad en las tasas de interés que incidiría en un potencial cambio en el valor de mercado de las inversiones.

La principal medida de exposición a cambios en las tasas de interés utilizada en el análisis es la Duración Modificada. Este indicador es revisado para cada uno de los instrumentos que conforman la cartera, así como en forma ponderada para el portafolio total. En el caso en que no esté disponible la duración modificada, puede ser utilizada la duración como aproximación a la duración modificada.

La agencia puede también calcular la madurez promedio ponderada de un portafolio hasta la fecha de revisión de tasa de interés en su análisis de riesgo de tasa de interés, como una aproximación conservadora para la duración, más notablemente en los fondos de deuda de corto plazo.

## Riesgo Spread

En el caso de Fondos Mutuos, el factor de riesgo *spread* considera la sensibilidad en el valor de mercado del portafolio ante los cambios de los *spreads* crediticios. Los *spreads* crediticios reflejan esencialmente una prima de riesgo exigida por el mercado a cambio de mantener valores de una calidad crediticia inferior que valores “libres de riesgo” (usualmente bonos de gobierno) por razones crediticias, de liquidez o simplemente técnicas. Los *spreads* de tasas de los bonos se expanden y se contraen en el tiempo, en respuesta a una serie de factores, incluyendo los cambios actuales y percibidos en la calidad crediticia, los distintos niveles de volatilidad del mercado, los cambios en

las presiones de la oferta y la demanda, los cambios en las condiciones de liquidez y en la confianza de los inversionistas.

La Clasificadora puede también calcular la vida promedio ponderada del portafolio en su análisis de riesgo spread como una aproximación conservadora para la duración spread (*spread duration*).

Después de calcular la Duración Modificada y la Duración Modificada Ajustada obtenemos el promedio de ambos indicadores para obtener el Factor de Riesgo de Mercado básico.

## **Apalancamiento Actual y Económico**

En algunos casos los fondos emplean el apalancamiento para alcanzar sus objetivos de inversión. Esto se realiza normalmente a través de contratos de préstamos colateralizados (en particular las operaciones de recompra inversa), las líneas de crédito bancarias, los financiamientos de margen o derivados, tales como futuros y swaps de retorno total (TRS), para alcanzar un mejor retorno. Muchos de los derivados o de valores estructurados también crean apalancamiento de-facto o económico, ofreciendo a los inversionistas un mayor rendimiento a expensas de una mayor volatilidad de precio y de retorno total.

Al analizar el impacto de apalancamiento sobre los fondos, A&A aplica un multiplicador a su factor de riesgo de mercado de manera lineal. Por ejemplo, si el portafolio del Fondo tuviera un apalancamiento de 2x (exposición económica a una cartera de activos equivalentes al 200% del capital), entonces A&A podría aplicar un multiplicador de 2x al Factor de Riesgo de Mercado básico en su análisis, resultando en un factor de riesgo mayor.

A&A puede establecer techos cualitativos a la Clasificación Crediticia o de Riesgo de Mercado de un Fondo o elegir no clasificar portafolios que, en opinión de A&A, usan una cantidad excesiva de apalancamiento.

Si la agencia considera excesivo el apalancamiento del portafolio en relación a sus objetivos, perfil de riesgo o condiciones de mercado, puede aplicar un castigo más fuerte. A&A puede también elegir no clasificar o cesar una clasificación de un portafolio, si los niveles de apalancamiento son considerados inapropiados para los activos subyacentes invertidos.

La Clasificadora no impone niveles máximos de apalancamiento. En cambio, una evaluación es realizada sobre una base caso por caso, considerando el apalancamiento del portafolio en el contexto de los activos subyacentes. Por ejemplo, un fondo que invierte principalmente en bonos a corto plazo y de alta calidad podría tolerar un mayor grado de apalancamiento que un fondo invertido en bonos a largo plazo y con mayor riesgo de crédito.

En el caso de los derivados o de notas estructuradas, A&A busca comprender el efecto en la volatilidad del riesgo de mercado del fondo. Por ejemplo, una nota estructurada puede tener una duración que es muy diferente a la que se deriva de su fecha de vencimiento. Del mismo modo, las posiciones en derivados pueden ser vistas como una forma de apalancamiento puro, donde el riesgo es una función de la exposición del notional del instrumento.

Adicionalmente, A&A considera cómo las diversas formas de apalancamiento pueden afectar al fondo en condiciones adversas. En el caso de los préstamos directos, por ejemplo, los cambios en las reglas de colateralización o en las tasas anticipadas de los acuerdos de recompra (reportos), o la detonación de los covenants para líneas de crédito, podrían afectar materialmente el desempeño del fondo. Esto podría resultar en la realización de escenarios de sensibilidad que aplicaría A&A en su análisis. En los casos en que tal enfoque haya sido adoptado, esto se describirá en el comentario de acción de clasificación correspondiente.

Los préstamos de fondos también pueden ser utilizados periódicamente para cubrir las necesidades de liquidez a corto plazo, eliminando así la necesidad de vender las inversiones en

momentos que se consideren inoportunos. El apalancamiento en que se incurre para satisfacer las necesidades temporales de efectivo y que es pequeño en términos relativos con el tamaño total de la cartera, podría no ser tomado en cuenta dentro del análisis de A&A.

## **Consideraciones Adicionales al Factor de Riesgo de Mercado**

El factor de riesgo de mercado puede ser ajustado conforme sea necesario para incorporar los atributos de cualquier otro elemento de riesgo adicional que no se refleje en los indicadores anteriormente mencionados. Estos incluyen la diversificación y el riesgo cambiario, compensados por los beneficios que pueden derivarse para los portafolios de cualquier estrategia de cobertura aplicada. También se considera en el análisis la relación entre la liquidez y mercado secundario de los activos que componen el portafolio, junto con la concentración por inversionista y el plazo de rescate del fondo.

### **Riesgo de Concentración.**

Si todo lo demás es igual, A&A espera que el retorno total de un portafolio altamente concentrado generalmente sea más volátil que el de uno altamente diversificado. La Clasificadora ha observado a través de análisis históricos que la diversificación vía sector y, en menor medida, la asignación geográfica, tiene cierto potencial para reducir la volatilidad en el valor de los activos y las caídas. Es decir, una disminución del Valor del Activo Neto (NAV por sus siglas en inglés) desde el punto más alto hasta el punto más bajo, proporcionando de esta forma cierta protección contra reducciones derivadas del riesgo de mercado. Sin embargo, la Clasificadora también nota que el potencial de una reducción del riesgo de mercado derivado del incremento en la granularidad del portafolio dentro de un determinado sector es limitado, ya que típicamente se observa que los diferenciales de crédito están altamente correlacionados.

Si bien, el riesgo de tasa de interés y el riesgo *spread* son los determinantes principales de la Clasificación de Riesgo de Mercado de un Fondo, si el factor de riesgo de mercado calculado para un fondo es cercano al límite para una categoría de clasificación, y A&A considera que el portafolio está concentrado, entonces la agencia puede, sobre una base caso por caso, considerar aplicar una limitación cualitativa en su análisis de riesgo de mercado.

### **Riesgo de Liquidez y Mercado Secundario**

Se analiza la flexibilidad del fondo ante retiros masivos de los inversionistas. Para ello se considera la relación entre la estructura de vencimientos, con un enfoque en el porcentaje del portafolio que está más próximo a vencer, y el plazo de rescate del fondo. Un adecuado nivel de liquidez contribuye a evitar tener que vender activos en condiciones adversas, a un precio inferior al que el nivel de tasas indique. Un porcentaje bajo del portafolio en valores próximos a vencer, una base poco diversificada de inversionistas influirán negativamente en la clasificación de riesgo de mercado, mientras que lo contrario podría impactar positivamente dicha clasificación.

### **Riesgo por Inflación**

El comportamiento de los rendimientos entre valores con tasa nominal y valores de tasa real puede ser muy divergente, especialmente tratándose de instrumentos con tasa real fija. Por lo anterior, el valor de estos instrumentos es particularmente sensible a los niveles de tasas nominales, el nivel de tasas reales, la volatilidad de las mismas y las expectativas de los inversionistas ante condiciones de mercado de creciente volatilidad. Dado que históricamente existe una proporción no correlacionada entre los rendimientos nominales y los retornos reales, A&A ajusta el riesgo de mercado, al considerar la participación y plazo de los instrumentos indexados a la inflación dentro del portafolio. Es de esperarse que a mayor participación, mayor sea el riesgo de mercado, sin que esto constituya una generalidad.



## **Riesgo Cambiario**

El componente de riesgo cambiario se considera en el análisis de riesgo de mercado en aquellos fondos que han invertido en títulos, valores en diferente denominación a la moneda base del fondo. En aquellos casos en que existan operaciones activas y pasivas en una moneda de diferente denominación, se observa el calce entre dichas operaciones.

Estos ajustes al factor de riesgo de mercado final (y por lo tanto sobre la clasificación de riesgo de mercado del fondo), son más de carácter cualitativo sobre el análisis del portafolio y la estrategia de inversión del administrador. Adicionalmente, la importancia relativa de estos factores podría diferir de país a país y, por lo tanto, A&A los ponderaría de acuerdo a su importancia relativa para el país en cuestión.

## **Cobertura (*Hedging*)**

Algunos portafolios están facultados para utilizar instrumentos derivados con el fin de cubrir algunos de sus riesgos o administrar sus exposiciones al riesgo más dinámicamente. En su evaluación, A&A distingue la cobertura sistemática y el ajuste/negociación discrecional. El reconocimiento de la cobertura sistemática puede ser incluido en la Clasificación de Riesgo de Mercado de un Fondo si el administrador puede ser capaz de demostrar su capacidad estructural para reducir la volatilidad en estas posiciones.

Específicamente, el administrador debe ser capaz de demostrarle a A&A que la estrategia de cobertura empleada ha reducido efectivamente el riesgo, por ejemplo, a través de la mitigación de caídas o reduciendo la volatilidad. En estos casos, A&A considerará a su discreción, un alza en la Clasificación de Riesgo de Mercado del Fondo. Para ser incluido en la evaluación de la Clasificación de Riesgo de Mercado del Fondo, cualquier cobertura debe ir acompañada con una prueba de las capacidades de la administración. A&A también monitorea el riesgo residual no cubierto durante su proceso de seguimiento.

## **Valores que no son deuda**

En ciertos casos, los fondos que son predominantemente de deuda contienen una pequeña exposición a valores que no son deuda, tales como las acciones. En tales casos, la Clasificación Crediticia del Fondo solamente reflejará la porción de deuda del portafolio y excluirá las otras inversiones. Sin embargo, en ese caso, A&A reflejará esta exposición en la Clasificación de Riesgo de Mercado del Fondo, asignándole el más alto riesgo de mercado y ponderará su exposición con la clasificación de riesgo de mercado del resto del portafolio. En caso la porción de los instrumentos que no son deuda sea superior al 10% del portafolio, A&A considerará no clasificar al Fondo como un Fondo de Deuda. En este último caso A&A no asignará una Clasificación de Riesgo de Mercado al Fondo y utilizará la simbología de clasificación para Fondos de Inversión en Renta Variable.

## **Otros Tipos de Fondos de Inversión – Fondos de Inversión Estructurados**

Adicionalmente existen ciertos tipos de fondos que pueden tener similitudes con operaciones de financiamiento estructurado. Las posibilidades de estructuración de dichos fondos suelen ser muy amplias, por lo que A&A evaluará la aplicabilidad de sus metodologías a la tipología particular que tengan dichos fondos. En la eventualidad en la que las características del fondo sean muy particulares y/o no estén contempladas en las metodologías de A&A, la Clasificadora se abstendrá de emitir opinión.

En términos generales, los fondos estructurados pueden tener como respaldo de sus activos y/o de sus cuotas de participación garantías reales, derechos de cobro futuro, derechos sobre flujos u otros.

Además, dichos fondos pueden tener varios tipos de cuotas de participación con distintos niveles de prelación. En ese sentido, el nivel de subordinación existente entre los distintos tipos de cuotas podrá ser reflejado por A&A a través de la escala de clasificación.

En el caso de fondos cuyos portafolios estén compuestos principalmente por activos sin clasificación y cuyo comportamiento crediticio conjunto deba ser estimado por la Clasificadora, se recurrirá complementariamente, en función del tipo de activos, a los criterios establecidos en nuestra Metodología Maestra de Clasificación de Finanzas Estructuradas, disponible en [www.aai.com.pe](http://www.aai.com.pe)

## Limitaciones

No todos los factores de clasificación en estos criterios pueden aplicar a cada acción de clasificación. Cada comunicado de acción de clasificación o reporte de clasificación específico mencionará aquellos factores más relevantes para la acción de clasificación individual.

El enfoque principal de este reporte metodológico es sobre portafolios de emisiones de deuda, tales como fondos de bonos y de préstamos, fondos de deuda de corto plazo y carteras administradas de valores de renta fija. Estos fondos pueden contener una variedad de instrumentos de deuda, tales como bonos y préstamos, capital bancario, deuda soberana e instrumentos de financiamiento estructurado.

El apalancamiento en portafolios individuales no es considerado en la Clasificación Crediticia del Fondo; sin embargo, es incluido en la escala de Clasificación de Riesgo de Mercado. Adicionalmente, A&A puede establecer límites cualitativos máximos a la Clasificación Crediticia del Fondo y/o a la de Riesgo de Mercado, o elegir no clasificar los portafolios que, en opinión de A&A, usan apalancamiento excesivo.

Respecto de las clasificaciones en sí, A&A depende de información factual que recibe de emisores y los administradores de los portafolios, así como de otras fuentes que la agencia calificadora considera fidedignas, notablemente del administrador del portafolio y/o custodio.

Adicionalmente, la agencia realizará un juicio relacionado a la robustez de la información recibida; donde sienta que la información es insuficientemente robusta o que no pueda ser verificada independientemente de acuerdo a un estándar satisfactorio, A&A ya sea no clasificará, o cesará de clasificar un portafolio. Mientras A&A espera que cada emisor que ha acordado participar en el proceso de clasificación, o sus agentes, proveerán oportunamente toda la información relevante para la evaluación de las clasificaciones, A&A no tiene, ni buscaría, el derecho de exigir la divulgación de la información por parte de cualquier emisor o cualesquiera de los agentes del emisor.

Otra limitación a las clasificaciones de fondos de deuda de A&A incluye el "riesgo de evento". El riesgo de evento es definido como un evento imprevisto el cual, hasta que el evento es conocido, no es incluido en las clasificaciones existentes. Los riesgos de eventos prominentes para fondos incluyen cambios repentinos, dramáticos e inesperados en los precios del mercado financiero o la liquidez, decisiones regulatorias adversas, litigios y redenciones masivas, derivadas de los factores antes mencionados u otros. Las clasificaciones pueden ya incluir un supuesto razonable de que un fondo es vulnerable a eventos en el mercado financiero o presiones regulatorias, pero las especificaciones del evento y sus efectos no serán conocidos hasta que el evento es anunciado o se ha completado, momento en el cual el efecto sobre las clasificaciones puede determinarse. A&A no da una opinión sobre el riesgo de redenciones al que los inversionistas pueden estar expuestos para fondos abiertos o el riesgo de liquidez enfrentado cuando se compran o venden los fondos cerrados en el mercado secundario.

## **Limitaciones Específicas de la Escala de Clasificación Crediticia de los Fondos**

Las limitaciones específicas relevantes de la escala de Clasificación Crediticia de los Fondos incluyen las siguientes:

- Las clasificaciones no predicen un nivel específico o rango de desempeño de un portafolio en un determinado período de tiempo.
- Las clasificaciones no opinan sobre la conveniencia o no de un portafolio con el fin de invertir en el mismo o cualquier otro propósito.
- Las Clasificaciones Crediticias de los Fondos no proporcionan una opinión sobre cualquier otra cualidad de un portafolio diferente a la calidad crediticia promedio actual y prospectiva del portafolio invertido.

## **Limitaciones Específicas de la Escala de Clasificación de Riesgo de Mercado del Fondo**

Las limitaciones específicas relevantes de la escala de Clasificación de Riesgo de Mercado de los Fondos incluyen las siguientes:

- Las clasificaciones no predicen un nivel específico o rango de desempeño de un portafolio en un determinado período de tiempo.
- Las clasificaciones no opinan sobre la conveniencia o no de un portafolio con el fin de invertir en el mismo o cualquier otro propósito.
- Las Clasificaciones de Riesgo de Mercado de los Fondos no proporcionan una opinión sobre cualquier otra cualidad diferente a la sensibilidad de los retornos totales del portafolio y/o cambios en el valor de los activos netos a cambios asumidos en los spreads crediticios y las tasas de interés, así como otros parámetros de riesgo de mercado; y tomando en consideración los efectos del apalancamiento, cuando sea aplicable.

Las clasificaciones asignadas por A&A articulan una opinión sobre áreas específicas y discretas de riesgo. La lista mencionada anteriormente no es exhaustiva, y es proporcionada para la conveniencia del lector.

## **Consideraciones Adicionales**

### **Emisión y Seguimiento de Clasificaciones**

El primer informe de clasificación de riesgo otorgado a las cuotas de participación de un Fondo se efectuará con la información trimestral más reciente disponible del portafolio, la financiera auditada anual del último ejercicio cerrado y la intermedia no auditada más reciente disponible, del Fondo y su Administrador.

Posteriormente, en el marco de la obligación de vigilar permanentemente las clasificaciones otorgadas, la Clasificadora debe emitir al menos dos veces al año informes de actualización, según los cronogramas establecidos y estados financieros de corte requeridos por los Reguladores. En el caso de las clasificaciones otorgadas en el marco de las actividades complementarias, la Clasificadora debe emitir al menos un informe de actualización al año. Adicionalmente, si la Clasificadora tomase conocimiento de alguna circunstancia o hecho que pueda repercutir en las clasificaciones otorgadas, podrá emitir un pronunciamiento al respecto.

## La Forma y Frecuencia de Análisis del Mercado y Entorno

Como parte de su evaluación, la Clasificadora analizará, al menos una vez al año, el comportamiento de algunos indicadores relevantes para el sector al cual pertenece el Fondo clasificado (mercado, indicadores macroeconómicos u otros). Este análisis se realizará en la medida en que la Clasificadora tenga acceso a información pública y de fuentes confiables.

En el caso de realizar Informes Sectoriales o Notas de Prensa Sectoriales, la Clasificadora no podrá hacer referencia particular a emisores o personas jurídicas.

## Modificaciones de la Metodología

En caso las metodologías sean modificadas, la Clasificadora aplicará dichas metodologías tanto para las clasificaciones de riesgo vigentes como para las subsiguientes. En el caso de las clasificaciones vigentes, la Clasificadora determinará si por aplicación de la nueva metodología tiene que modificar las clasificaciones otorgadas, lo cual se efectuará en un plazo máximo de seis meses.

## Requerimiento de Información

La información detallada en el **Anexo I** contiene la lista con la información que usualmente se requerirá a la entidad clasificada para la clasificación de riesgo y para cumplir con la vigilancia permanente de las clasificaciones asignadas, la misma que podría variar en función de las características particulares del Fondo.

En el caso de una entidad clasificada por primera vez se solicitará información financiera histórica de al menos tres años, salvo que se trate de entidades recientemente constituidas. En ese caso, Apoyo & Asociados evaluará si es factible emitir una opinión. En caso de ser así, el análisis considerará las proyecciones esperadas respecto a su futuro desempeño, teniendo en consideración la información y experiencia del administrador, los accionistas, grupo económico y/o patrocinadores, entre otros.

Sin perjuicio de lo anterior, cada entidad clasificada está obligada a informar a la Clasificadora cualquier hecho relevante que pudiera tener impacto en sus clasificaciones, apenas tenga conocimiento del mismo.

## ANEXO I

### Requerimiento de Información Fondos Mutuos y de Inversión

#### 1. Aspectos Generales de la Administradora

- Reseña societaria de la Sociedad Administradora de Fondos de Inversión (SAFI), incluyendo sociedades filiales y/o relacionadas.
- Estructura organizacional de la SAFI y, de ser el caso, los cambios en los últimos 12 meses y/o proyectados para los próximos 12 meses. Incluir nombre, cargo y resumen del CV del Directorio, Comité de Inversiones y personal que gestiona directamente el Fondo.
- Estrategia de la SAFI, detallando montos administrados; número, nombre y tipo de fondos administrados; participación de mercado (si aplica) y crecimiento esperado.
- Estados Financieros auditados anuales y de corte del presente ejercicio y de similar período del ejercicio anterior.
- Descripción de recursos profesionales (número de analistas, rotación de personal, etc.).
- Descripción, funciones y alcance de los sistemas de información, incluyendo *staff* tecnológico, planes de contingencia ante problemas y sistemas de *backup*.

#### 2. Gestión de Riesgos

- Detallar la estructura y organización de la función de administración de riesgos. Comentar sobre cambios recientes en la estructura y/o las políticas, de ser el caso.
- Resumen de las políticas, procedimientos y herramientas usadas para medir y controlar los riesgos:
  - i. Operacional (incluir mecanismos de control de los subyacentes en el caso de fondos de *private equity* / infraestructura); ii. Crédito; iii. Mercado; y, iv. Liquidez

Detalle sobre el tipo de riesgo que aplique dado el activo subyacente del Fondo.

- Discusión sobre la existencia de límites distintos a los normativos.
- Discusión sobre existencia de Auditorías, *Compliance Officer* y otros controles internos y/o externos, detallando frecuencia y reportes formales para la gerencia y aportantes de cada fondo e instancias de monitoreo de las inversiones.

#### 3. Tratamientos de Posibles Conflictos de Interés

- Comentar sobre la existencia de fondos con objetivos de inversión similares y los mecanismos para asignar los activos a cada fondo.
- Manual de Procedimientos, Código de Ética y/o manuales y políticas internas para solucionar eventuales conflictos de interés.

#### 4. Fondo

- Reglamento de Participación.
- Documentos sustentatorios de la suscripción del Fondo.
- Descripción del Fondo. Objetivos de inversión, estrategia e inversionistas al cual está orientado.
- Cartera de inversiones (de preferencia trimestral). Si hubieran instrumentos de renta fija especificar *duration*, vencimiento, rating y/o YTM (si aplica).
- Diversificación por emisor, por industria y geografía.
- Valorización de instrumentos con baja liquidez (de ser el caso).
- Cartera proyectada, indicando supuestos (en caso de nuevos fondos y/o nuevas inversiones y/o cambios previstos).
- *Benchmark* y evolución del valor cuota.
- Reporte a los inversionistas.
- Resumen de las políticas de endeudamiento y de desinversión de activos de baja liquidez.
- Políticas y procedimientos de valorización de inversiones.
- Estados Financieros auditados anuales y de corte del presente ejercicio y de similar período del ejercicio anterior.

*Nota: Información adicional podría ser requerida en función de las características particulares de cada Fondo y/o de los segmentos de mercado a los que atiende.*