

# Metodología de Calificación de Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión

**Analistas**

Cecilia Pérez  
591 22774470  
Cecilia.perez@aesa-ratings.bo

Josseline Jenssen  
591 22774470  
Josseline.jenssen@aesa-ratings.bo

**Informes Relacionados**

Metodología de Calificación de  
Instituciones Financieras (IFs)  
(Junio 30, 2011)

**Definición de Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión:** AESA RATINGS define a las Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión como aquellas sociedades 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, 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.

**Principales Factores de la Calificación:** AESA RATINGS analiza cinco elementos clave de las Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión, los cuales reflejan la Metodología de Calificación de Instituciones Financieras 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.

AESA RATINGS 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 AESA RATINGS 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 AESA RATINGS 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 Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión:** AESA RATINGS generalmente asigna calificaciones tanto de largo como de corto plazo a las Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión. Las calificaciones se asignan a la compañía operacional misma y en el caso que existan emisiones, se asignan a estas.

**Consideraciones Analíticas Adicionales:** Este informe de metodología debe leerse en conjunto con la Metodología relacionada para IFs. El presente informe provee consideraciones analíticas adicionales para Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión

más allá de las que se consideran en la Metodología mencionada para IFs y discute áreas de énfasis analítico.

El proceso de calificación de AESA RATINGS no incluye una auditoría ni una comprobación de la veracidad o precisión de los estados financieros ni de otra información relacionada proporcionada por el emisor. AESA RATINGS asume que toda la información presentada por el emisor es verás, completa y actualizada.

*“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; sino la opinión de un especialista privado respecto a la capacidad de que un emisor cumpla con sus obligaciones en los términos y plazos pactados como un factor complementario para la toma de decisiones de inversión”*

## Limitaciones

Esta metodología incorpora algunas limitaciones generales, como por ejemplo, el hecho que las Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión 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 la Metodología relacionada de IFs, el punto de partida para el análisis que hace AESA RATINGS de las Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión 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.

Los requerimientos regulatorios para Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión 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. AESA RATINGS 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 AESA RATINGS de la franquicia y administración de riesgo de las Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión reflejan las consideraciones descritas en la Metodología relacionada de IFs. Sin embargo, tal como se explica abajo, algunos ítems que se destacan en la Metodología relacionada de IFs requieren mayor énfasis o detalle.

La reputación es un factor clave para la franquicia de una Agencia de Bolsa y Compañía de Inversión 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, AESA RATINGS 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 Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión 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 mercados, y la tendencia hacia un mayor número de productos transados en bolsa está abriendo el mercado de valores para incluir nuevos participantes.

Aquellas Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión que cuentan con una oferta de productos más amplia a través de diferentes clases de activos tienden a tener calificaciones más altas que aquellas entidades que tienen un enfoque más estrecho. El tamaño y la profundidad de la clientela también es importante.

Una administración de riesgo robusta y continua es vital para la sobrevivencia de la mayoría de las Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión, 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 relacionada de IFs 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 Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión, son el riesgo de mercado, así como los riesgos operacionales, reputacionales y crediticios. Dentro del análisis de riesgo crediticio que se hace de las Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión 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 Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión se discuten en las siguientes secciones.

### Riesgo de Mercado

Aunque las Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión 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 si 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 Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión 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 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. AESA RATINGS 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 AESA RATINGS 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.

AESA RATINGS 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. AESA RATINGS revisa los resultados reales de las transacciones por un período de tiempo, recalando cualquier tendencia que pueda haber, y compara el desempeño de una entidad en particular con los resultados de mercado y de sus pares. AESA RATINGS puede aplicar sus estrés 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, AESA RATINGS 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, AESA RATINGS 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. AESA RATINGS evalúa el uso de límites de stress, pero éstos no se pueden comparar con los de sus pares.

Cuando sea posible, AESA RATINGS 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, AESA RATINGS 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. AESA RATINGS también evalúa la forma en que se financian estas inversiones y la trayectoria de crecimiento.

Además, AESA RATINGS 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 Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión y sus clientes pueden ser especialmente susceptibles a pérdidas provenientes de deficiencias operacionales, tales como fallas en los sistemas, el procesamiento equivocado de las transacciones o la transgresión de límites. Como resultado, si AESA RATINGS 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. AESA RATINGS 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.



AESA RATINGS 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

AESA RATINGS considera el riesgo de reputación un factor de calificación muy significativo. AESA RATINGS espera (y los reguladores requieren) que las sociedades tengan procesos y políticas de desarrollo rigurosas para garantizar una evaluación 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 Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión, 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. AESA RATINGS 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.

### Riesgo Crediticio

El nivel de riesgo crediticio varía sustancialmente entre las diferentes Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión. 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 AESA RATINGS es el que se describe en la Metodología relacionada de IFs. Algunas Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión 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. AESA RATINGS espera que las Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión 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 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. AESA RATINGS 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. AESA RATINGS 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 Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión 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.

### Titularizaciones

AESA RATINGS 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 Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión 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 capten los riesgos de manera apropiada. En la medida en que AESA RATINGS 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 AESA RATINGS 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 AESA RATINGS del perfil financiero de la mayoría de las Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión son la rentabilidad, el flujo de caja, el fondeo, la liquidez, la capitalización y el apalancamiento.

### Rentabilidad

AESA RATINGS analiza la rentabilidad de las Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión en línea con la Metodología relacionada de IFs. A diferencia de los bancos, los márgenes de interés no son importantes para las Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión, 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.

AESA RATINGS 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 calificadoradora. 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. AESA RATINGS incorpora expectativas sobre la fortaleza y mezcla de las líneas de negocio de una entidad dentro de su evaluación.

AESA RATINGS 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. AESA RATINGS 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, AESA RATINGS 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 calificadoradora intenta verificar la porción del ingreso que depende de los inputs y modelos internos.

AESA RATINGS analiza los niveles e índices de gastos en relación a su historial y sus pares. La calificadoradora primero evalúa la variabilidad del nivel de gastos de una entidad en relación a sus líneas de negocios. Para Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión, 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.

AESA RATINGS 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.

AESA RATINGS 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. AESA RATINGS 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 Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión, 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 Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión 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 Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión 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.

AESA RATINGS 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 Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión 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 AESA RATINGS 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 re-hipotecados.

Las Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión 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 Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión 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.

AESA RATINGS 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.

AESA RATINGS 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. AESA RATINGS 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 Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión que mantienen un volumen sustancial de activos en el balance o que tienen obligaciones que requieren financiamiento, AESA RATINGS 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 AESA RATINGS, 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, AESA RATINGS 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 Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión que los indicadores basados en activos ajustados al riesgo usados en el análisis de bancos comerciales. AESA RATINGS puede calcular un índice de apalancamiento ajustado - activos totales menos contratos de retroventa inversa (reverse repurchase agreements, reverse repos) sobre el patrimonio

fundamental calculado por AESA RATINGS - y apalancamiento neto ajustado, el cual deduce los valores prestados y los contratos de retroventa inversa de los activos totales.

AESA RATINGS también analiza el apalancamiento bruto (activos totales sobre patrimonio fundamental y otros indicadores de apalancamiento).

### **Administración y Gobierno Corporativo**

La evaluación que hace AESA RATINGS de la gerencia y del gobierno corporativo se lleva a cabo de la manera descrita en la Metodología relacionada de IFs. La integridad y el historial de la gerencia es una parte importante del análisis de AESA RATINGS, junto al sistema de verificaciones impuesto sobre la gerencia por parte de las estructuras existentes de gobierno corporativo.

Algunas Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión son cerradas o estructuradas como una sociedad. 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 Agencias de Bolsa y Compañías de Inversión 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. AESA RATINGS 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.

**■ Apéndice 1****Temas de discusión en la reunión de revisión:****Agencias de bolsa****Perfil**

- Cambios en la estructura del grupo o en la composición de los accionistas
- Actualización de operaciones y estrategia
- Actualización en el panorama competitivo y en la posición de la sociedad en el mercado
- Cambios en la administración superior; su experiencia
- Visión general del entorno regulatorio y de supervisión
- Temas de gobierno corporativo

**Desempeño**

- Desempeño de la rentabilidad operativa por segmento de negocio.
- Sostenibilidad y ciclicidad de los ingresos, así como la rentabilidad por línea de negocios.
- Ingresos por tipo (ingresos financieros, ingresos por comisión, ingresos por compraventa de títulos, ganancias por inversiones, etc.).
- Fuentes primarias de ingresos por comisión.
- Ingresos por compraventa de títulos propios en contraste con ingreso con recursos de clientes.
- Administración de los gastos y flexibilidad de la estructura de costos
- Objetivos o metas en las métricas de rentabilidad;
- Comentar si existen tasas de impuestos excepcionales; poner foco particular en la existencia de regímenes tributarios más inestables, inciertos o nuevos.

**Administración del Riesgo**

- Visión general del modelo de medición de los riesgos de mercado de la firma y del sistema de monitoreo y control.
- Parámetros que usa el modelo y de las pruebas suplementarias de tensión que se realizan.
- Detalles del contenido, frecuencia y distribución de los informes de riesgo de mercado.
- Cuantificación de los límites de riesgos de mercado de la entidad en su conjunto y del proceso interno de asignación entre productos, líneas de negocios y vehículos legales.
- Niveles actuales de riesgo de mercado, comparados contra los límites establecidos.
- Concentración de las carteras de títulos valores de negociación y para inversión.
- Jerarquía de límites de negociación de títulos: cómo se expresan los límites.
- Proceso de aprobación de operaciones que exceden del límite: monitoreo que se hace de dichas posiciones en contraste con los límites.
- Contenido, frecuencia y distribución de los reportes de títulos valores de mayor antigüedad.
- Detalles (cantidad, políticas, etc.) de las posiciones valorizadas por modelos
- Proceso de aprobación que se sigue para líneas de mayor exposición en intermediación/underwriting
- Dar una visión general de las funciones y procesos de administración de riesgo de crédito que se realizan en la entidad.
- Estructura de la reportería, proceso y autoridades de aprobación, tamaño y

calificaciones del personal a cargo, organizados por localización geográfica o por industria.

- Cómo se establecen y expresan los límites de crédito.
- Si los límites incorporan las contrapartes en posiciones de underwriting y de intermediación.
- Límites por industria y localización geográfica, exposición a problemas en países con mercados emergentes.
- Sistema de reportes de monitoreo de las exposiciones de crédito efectivas comparados con los límites de exposición establecidos.
- Políticas de uso de colaterales en actividades con derivados
- Técnicas de cálculo de los márgenes y de valorización de colaterales.
- Experiencia actual en intermediación (por ejemplo, análisis de la distribución de ganancias y pérdidas diarias).
- Detalles de las observaciones materiales levantadas en materia de cumplimiento de directivas internas o regulatorias (indicar estado de normalización), e investigaciones o litigios pendientes
- Detalles de los planes de recuperación frente a desastres.

## **Fondeo, Liquidez, Capital, Apalancamiento**

- Visión general de las políticas y planes de administración del capital interno de la firma.
- Posición del capital regulatorio.
- Fuentes de fondeo y planes de financiamiento.
- Resguardos y restricciones de financiamiento (covenants) y su cumplimiento.
- Proyecciones y apetito para apalancamiento y servicios de deudas.
- Políticas y herramientas para la administración del riesgo de liquidez
- Planes de contingencias de liquidez.

## **Temas de discusión en reuniones de revisión: Compañías de Inversión, etc.**

### **Perfil**

- Historia de la compañía, trasfondo del negocio y estructura legal
- Organización, administración y experticia de la compañía
- Estructura de compensación, honorarios o comisiones
- Regulación y cumplimiento
- Términos de relaciones claves (gerente de inversión, corredor primario, custodio, etc.)

### **Cartera y administración de riesgo**

- Organización
  - Funcionarios y responsabilidades principales
  - Tamaño y profundidad del equipo de investigadores
- Administración de la cartera
  - Estrategia de inversión
  - Proceso de selección del gerente y proceso de selección del título
  - Riesgos principales y cómo se los mide y controla
- Administración del riesgo
  - Toma de decisión con base en un juicio vs. toma de decisión con base en datos empíricos
  - Comités y proceso de reporte



- Límites del uso de la posición, la diversificación y la detención de las pérdidas
- Riesgos de seguimiento y control de la cartera
- Prueba de tensión y análisis del escenario de posiciones de mercado
- Uso de derivados y coberturas
- Descripción de las evaluaciones usadas para el análisis de VaR y las pruebas de tensión
- Riesgo de liquidez
  - Determinación de la liquidez
  - Inversiones ilíquidas
  - Fuentes contingentes de liquidez
  - Redenciones y manejo del riesgo de redenciones
- Riesgo de crédito
  - Uso de calificaciones externas para la inversión
  - Sistema de evaluación interna
  - Manejo de los límites de crédito por las contrapartes
- Operaciones
  - Sistemas informáticos y respaldo de la información/recuperación del desastre
  - Auditorías internas/externas
  - Operaciones colaterales (capacidad de asignar y distribuir colaterales para solicitudes de opciones de compra marginales)
  - Papel de las áreas operativas, función e independencia del área administrativa del negocio

### **Desempeño**

- Evolución del desempeño financiero en los últimos años
- Desempeño contrastado con los parámetros de referencia
- Retornos mensuales más bajos
- ¿Tiene el fondo un requerimiento mínimo de rendimiento?

### **Apalancamiento**

- Uso promedio, más alto y más bajo del apalancamiento
- Número de bancos/corredores que proveen financiamiento para el apalancamiento
- Uso del endeudamiento fuera de balance
- Límites de endeudamiento
- Restricciones financieras y cumplimientos de los mismos

**■ Apéndice 2****Ejemplos de Indicadores**

(La adecuación de los indicadores depende de la naturaleza de la firma que se analiza; no todos los indicadores se ajustan a todas las sociedades)

**Rentabilidad**

- Retorno sobre el patrimonio promedio
- Retorno sobre el activo promedio
- Retorno antes de impuesto sobre el patrimonio
- Costos operativos/ingresos operativos
- Costos de personal/ingresos netos
- EBIT operativo/gasto financieros

**Liquidez**

- Activos líquidos/activos totales
- Activos líquidos/pasivos totales
- Activos líquidos/préstamos a corto plazo
- Reventa/repo
- Activos ilíquidos/patrimonio
- Deuda de corto plazo no garantizada/deuda a largo plazo
- Patrimonio y deuda a largo plazo/activos ilíquidos

**Condición financiera**

- Deuda bruta y neta/patrimonio
- Deuda bruta y neta/patrimonio tangible
- Deuda a largo plazo/patrimonio
- Deuda bruta/activos líquidos
- Patrimonio/activos
- Repo neto/patrimonio
- Deuda bruta y neta/EBIT operativa
- Índice de doble apalancamiento
- Índices de patrimonio regulatorio

**Riesgo**

- VaR promedio/patrimonio
- VaR más alto/patrimonio
- VaR de tensión/patrimonio
- VaR promedio/patrimonio tangible
- VaR más alto/patrimonio tangible
- VaR de tensión/patrimonio tangible

TODAS LAS CALIFICACIONES DE AESA RATINGS ESTAN DISPONIBLES EN [WWW.AESA-RATINGS.COM](http://WWW.AESA-RATINGS.COM) LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN EL MISMO SITIO WEB AL IGUAL QUE LAS METODOLOGÍAS. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE AESA RATINGS Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN, CUMPLIMIENTO Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN ESTE SITIO BAJO CÓDIGO DE CONDUCTA.

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, AESA RATINGS se basa en información factual que recibe de los emisores y de otras fuentes que AESA RATINGS considera creíbles. AESA RATINGS 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. La forma en que AESA RATINGS 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 que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, 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 y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de AESA RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que AESA RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a AESA RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, AESA RATINGS 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 AESA RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que AESA RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de AESA RATINGS 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 al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. AESA RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de AESA RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de AESA RATINGS 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 AESA RATINGS 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 AESA RATINGS. AESA RATINGS 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. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de AESA RATINGS no constituye el consentimiento de AESA RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente.

Esta Metodología o Informe está basado en información provista por Fitch<sup>®</sup>, sin embargo su uso y aplicación es de exclusiva responsabilidad de AESA RATINGS. Fitch<sup>®</sup> o Fitch Ratings<sup>®</sup> son marcas registradas de Fitch Ratings o sus afiliadas.