

## I. ASPECTOS BÁSICOS

La calificación de cuotas de un fondo patrimonial de inversión ya sea fondo mutuo o fondo de inversión, es una opinión sobre la probabilidad de que se cumpla a cabalidad con lo prometido a los partícipes en relación con la administración de sus recursos. Esto es, que los fondos sean administrados en forma profesional e idónea, conforme a lo establecido en el reglamento interno y el contrato de suscripción.

La metodología de calificación de Feller Rate comprende dos procesos complementarios: la evaluación de la administradora y el análisis del fondo específico.

La evaluación de la administradora entrega una opinión sobre su calidad y la consistencia de su desempeño pasado. Feller Rate analiza factores cualitativos y cuantitativos referentes al *management*, las políticas de inversión, la administración y la propiedad.

El análisis del fondo específico busca determinar el riesgo propio de su cartera de inversiones y otras características, positivas y negativas, particulares de éste.

Feller Rate estudia el comportamiento del fondo en cuestión en un periodo del orden de 36 meses (si corresponde). En el caso de fondos nuevos o con poca historia, el análisis se concentra principalmente en la administradora, el reglamento y la cartera.

Independiente del tipo de fondo en análisis, la evaluación se realiza sobre la base de información pública de la administradora y de aquella provista voluntariamente por ella o solicitada por Feller Rate. Entre la información requerida se encuentra el reglamento del fondo, informes de cartera y contratos tipo. También incluye reuniones con la administración superior y con unidades operativas y de control.

## II. EVALUACIÓN DE LA ADMINISTRADORA

El objetivo de la evaluación de la administradora de un fondo es determinar su calidad y consistencia en el tiempo.

Feller Rate mide diversos factores cualitativos y cuantitativos que permitan inferir una administración de los capitales invertidos en el fondo que sea responsable, profesional y acorde a lo prometido.

El análisis profundiza en tres grandes grupos de factores: Management, Políticas de Inversión y Administración y Propiedad de la administradora.

### ■ 1. MANAGEMENT

Se trata de determinar la idoneidad profesional de las personas o grupos de personas que tienen o tendrán a su cargo la administración del fondo.

Feller Rate evalúa la existencia de personal debidamente calificado y con la experiencia suficiente en los puestos claves de la administradora. Dichos puestos son determinados en función de la operativa interna de cada administradora, lo que normalmente está indicado en su reglamento y/o manuales de procedimiento.

La experiencia de la administración se juzga en función de:

- Tiempo de permanencia en el fondo;
- experiencia en el sector financiero y en la administración de fondos;
- consistencia en desempeños anteriores dentro o fuera de la organización actual;
- presencia en ciclos económicos completos, es decir, en periodos de alza y baja de mercado.

### ■ 2. POLÍTICAS DE INVERSIÓN Y ADMINISTRACIÓN

Se mide la consistencia entre las políticas y reglamentos explícitos del fondo y los procedimientos y mecanismos manejados en la operación normal del fondo.

Entre los principales factores a evaluar destacan:

#### — A. OBJETIVOS DE INVERSIÓN Y CARTERA DE INVERSIÓN

La constitución de la cartera de activos del fondo debe ser adecuada a las políticas expresadas en su reglamento. Básicamente, se trata de que exista una política adecuada en la construcción del portafolio en aspectos tales como plazos, tipos de instrumento y montos asignados.

Lo anterior se evalúa comparando los objetivos del fondo, la composición histórica de su cartera y eventuales límites de inversión. En general, se deberían apreciar ciertos rangos de correspondencia y el cumplimiento de los límites señalados por sus reglamentos.

#### — B. VALORIZACIÓN DE CARTERA

Se trata de determinar si las políticas y mecanismos de valorización reflejan el valor de mercado de los instrumentos en la cartera del fondo, de manera que no existan transferencias de riquezas entre los partícipes del fondo.

Entre otros aspectos, se consideran:

- políticas de valorización por tipo de activos;
- procesos sistematizados de valorización;
- periodicidad y consistencia de valorización de cartera.

#### C. EVALUACIÓN DE INVERSIONES Y CONSTRUCCIÓN DE PORTAFOLIOS

Se trata de evaluar, en función de los rendimientos obtenidos, si son adecuados los procedimientos de tomas de decisiones, si involucra a las personas idóneas y si los mecanismos son suficientes. Por otra parte, se mide la consistencia organizacional en relación con la manera en que se toman decisiones y estructuran carteras.

Entre otros aspectos, se consideran:

- consistencia en procesos inversión;
- permanencia en el tiempo de procesos;
- restricciones para asignación de activos y su cumplimiento en el tiempo;
- disciplinas y mecanismos de compra y venta del operador del fondo;
- velocidad de mecanismos rescates: medido como el plazo desde la solicitud de liquidación de la cuota y la disponibilidad del capital por parte del inversionista.

#### D. CONSISTENCIA DE LOS CONTRATOS CON PARTICÍPES

Feller Rate analiza los contratos con participes (individuales o marco) para determinar si protegen adecuadamente los intereses de los inversionistas y su consistencia con las políticas y operaciones de la administradora y lo señalado en los reglamentos internos de cada fondo.

Algunos de los aspectos a considerar son:

- claridad en el cobro de comisiones, remuneraciones y gastos;
- comisiones claramente establecidas en función de variables como permanencia, montos involucrados u otras variables específicas que señale el reglamento interno.

#### E. RIESGO DE CONTRAPARTE

Feller Rate evalúa la fortaleza de las contrapartes externas encargadas de las operaciones financieras del fondo.

Entre otros factores, se consideran:

- procesos y políticas de operación y control adecuados y suficientes;
- profesionalismo y responsabilidad en el manejo de recursos de terceros;
- independencia de operaciones;
- importancia de manejo de cartera propia en relación con cartera de terceros.

Además, se evalúa la existencia de custodias independientes y el grado de automatización y confianza en su funcionamiento.

#### F. SISTEMAS DE CONTROL

Se evalúa si los mecanismos de control interno de las inversiones son suficientes para resguardar a los participes. Al mismo tiempo, se mide la eficiencia de los mismos y la existencia de correcciones sin necesidad de la intervención de la autoridad.

Se evalúan también la independencia entre departamentos, tipo de sistemas computacionales y programas de chequeo y cruces de datos que permitan evitar y detectar errores o procedimientos indebidos.

Además, se evalúa la existencia de áreas de control interno y de cumplimiento independientes, manteniendo subordinación directa sólo con el directorio.

#### G. POLÍTICA DE OPERACIONES CON RELACIONADOS

Se busca establecer si los mecanismos que restringen y controlan las operaciones con compañías relacionadas cumplen con la normativa vigente, evitan la existencia de conflicto de intereses y resguardan la inversión de los participes del fondo.

Entre otros factores, se analizan:

- políticas específicas en el reglamento o manual de procedimientos: Se considera que existe una mejor protección a los participes del fondo mientras más explícita y clara sea una política para evitar o limitar todo tipo de operaciones posibles con relacionados;
- eventuales notificaciones de la autoridad: la ausencia o presencia de sanciones formales por parte de la autoridad permite ver el funcionamiento de las políticas mencionadas y el éxito de los mecanismos que evitan los conflictos de interés;
- opiniones de auditores o terceros independientes: como un juicio objetivo e independiente sobre potenciales conflictos de interés y su solución en ejercicios pasados.

### ■ 3. PROPIEDAD

La propiedad se evalúa en función de la experiencia en el negocio financiero y la solvencia del grupo o grupos propietarios.

Entre los aspectos relevantes a considerar se encuentran:

- Experiencia en el negocio financiero: se considera como una fortaleza una mayor experiencia en el sector. Al mismo tiempo, dicha experiencia puede entregar información respecto al estilo y desempeño pasado del grupo en el negocio financiero.
- Solvencia financiera: un grupo solvente entrega el respaldo financiero necesario en caso de emergencias o necesidades de capital.
- Importancia estratégica de la administradora de fondos para el grupo: Aun cuando la administradora represente una porción pequeña de las utilidades del grupo, su mera existencia puede ser clave como parte de su estrategia de desarrollo. Esta relevancia es considerada como una fortaleza, toda vez que señala el grado de apoyo y recursos que la administradora recibe.
- Potenciales economías de escala: especialmente en lo referido a recursos humanos, capital e información.
- Potenciales conflictos de interés: Feller Rate evalúa la existencia de potenciales conflictos con los controladores, así como los mecanismos formales e informales para superarlos.

### III. ANÁLISIS DEL FONDO

Una vez evaluada la sociedad administradora, se determina el riesgo propio del fondo específico en análisis. Para determinar el riesgo de un fondo específico Feller Rate mide e identifica sus características y analiza la cartera de inversiones del fondo.

#### ■ 1. MADUREZ Y CARACTERÍSTICAS DEL FONDO

En esta etapa, se analizan diversos elementos que caracterizan al fondo y sus cuotas.

##### — A. TAMAÑO:

Medido como participación de mercado en relación con fondos similares y cumplimiento del cronograma y metas de colocación manifestadas en su reglamento o manual.

##### — B. MADUREZ CARTERA DE INVERSIÓN:

Medido como la proporción de los aportes efectivamente invertidos en los distintos objetivos de inversión del fondo.

##### — C. DISPERSIÓN Y LIQUIDEZ DE LA CUOTA:

Número e importancia de los aportantes. Por otra parte, la orientación de los fondos a ciertos grupos de inversionistas permite evaluar, entre otros, eventuales efectos manada.

### INFORMACIÓN REQUERIDA PARA CALIFICACIÓN DE RIESGO

- Carta solicitando la calificación formal de un fondo por parte de Feller Rate.
- Reglamento del fondo.
- Estados financieros auditados de los últimos 3 años (si corresponde).
- Copia de contratos tipo para los aportantes.
- Políticas de inversión, operación y control, y/o manual de procedimientos.
- Antecedentes y organigrama de la administración relevante del fondo.
- Información respecto a evolución del precio de la cuota y composición de la cartera, de preferencia para los últimos 36 meses.
- Antecedentes de suscripción y rescate de cuotas de los últimos 3 años, reflejando compras y rescates netos.
- Número de partícipes, estructura de los mismos y porcentaje del fondo de propiedad de los 10 mayores partícipes.

## ■ 2. ANÁLISIS CARTERA DE INVERSIONES DEL FONDO

Feller Rate analiza las distintas inversiones del fondo, evaluando distintos factores dependiendo del tipo de fondo y del activo específico en cartera.

### — A. DESARROLLO Y EVALUACIÓN HISTÓRICA DE CARTERA EN RELACIÓN CON OBJETIVOS:

Para determinar el cumplimiento de meta, se comparan los objetivos planteados en el reglamento interno con la evolución de la cartera. Se trata de evaluar el desempeño efectivo del fondo respecto a distintos factores que pudieron plantearse en sus objetivos de inversión, tales como rentabilidad, benchmarks, tipos de activos, plazos y límites de inversión, entre otros.

### — B. PERFORMANCE:

Feller Rate compara la rentabilidad del fondo con fondos similares, o índices de mercado, como una medida complementaria a otras del análisis de cartera.

Una mayor rentabilidad para los aportantes del fondo pudiera reflejarse en una mejor calificación de riesgo, manteniendo el resto de las variables constantes.

### — C. CONCENTRACIÓN:

Al revisar la cartera de inversiones, en ocasiones, se puede apreciar ciertas concentraciones de activos por sector, industria, ubicación geográfica, deudor o emisor.

Para empezar, esta concentración se contrasta con los objetivos de inversión del fondo, para medir el grado de consistencia entre ambos. Luego, se compara la concentración con fondos similares (benchmark), para determinar un nivel de riesgo relativo. Mientras menos sea la exposición a concentración menor el riesgo relativo.

### — D. LIQUIDEZ:

Feller Rate verifica que la liquidez exhibida por el fondo le permita cumplir con los objetivos de inversión y obligaciones planteadas a sus aportantes.

Esta debe ser suficiente para realizar todos los desembolsos e inversiones requeridas por las inversiones del fondo y que representan y reflejan el contenido del reglamento del fondo y lo solicitado por los aportantes.

### — E. ENDEUDAMIENTO:

Se mide que el endeudamiento sea adecuado al logro de los objetivos de inversión y no expongan a los aportantes del fondo a riesgos exagerados.

### — F. RIESGO CREDITICIO DE LA CARTERA DE INVERSIONES:

Se busca cuantificar la posibilidad de pérdidas asociadas a incumplimientos de alguno de los componentes de la cartera. Mientras menor sea el riesgo crédito de cada uno de los activos que componen el portafolio del fondo, menor será el riesgo crediticio del fondo.

Cuando no exista una calificación de Feller Rate para un determinado instrumento, podrá utilizarse la opinión de otra clasificadora, siempre y cuando haya una base analítica para respaldar dicha opinión.

## IV. NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN

### ■ CUOTAS DE FONDOS MUTUOS CON INVERSIONES EN INSTRUMENTOS DE DEUDA

#### — RIESGO CREDITICIO

- AAAf: Nivel de protección de cuotas ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio del fondo es el más fuerte.
- AAf: Nivel de protección de cuotas ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio del fondo es muy fuerte.
- Af: Nivel de protección de cuotas ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio del fondo es fuerte. El fondo es susceptible a los efectos adversos derivados de cambios en las condiciones y circunstancias económicas.
- BBBf: Nivel de protección de cuotas ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio del fondo es adecuado. Sin embargo, es más probable que condiciones económicas adversas o cambios coyunturales conduzcan al debilitamiento de la capacidad del fondo para el repago del valor nominal de la cuota.
- BBf: Nivel de protección de cuotas ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio del fondo es débil. Enfrenta constante incertidumbre y exposición ante situaciones adversas financieras, económicas o del negocio, lo que puede llevar a que el fondo tenga una capacidad inadecuada para el repago del valor nominal de la cuota.

- Bf: Nivel de protección de cuotas ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio del fondo es muy débil. Condiciones adversas del negocio, financieras, o económicas probablemente perjudicarían la capacidad o voluntad del fondo para cumplir con el repago del valor nominal de la cuota.
- Cf: Nivel de protección de cuotas ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio tiene una exposición significativa por activos y/o contrapartes en incumplimiento o cerca del incumplimiento.
- Df: Nivel de protección de cuotas ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio está predominantemente expuesto a activos y/o contrapartes en incumplimiento.
- Ef: No se posee información suficiente o información representativa para el período mínimo exigido para la calificación.

+ o -: Las calificaciones entre AAF y Bf pueden ser modificadas al agregar un símbolo + (más) o - (menos) para destacar sus fortalezas o debilidades dentro de cada categoría.

A las categorías antes señaladas Feller Rate incorporará el prefijo "py" para indicar que la calificación pertenece a la escala nacional de Paraguay.


#### — RIESGO DE MERCADO

Adicionalmente, las cuotas se pueden calificar según la sensibilidad a las condiciones de mercado. Se evalúa la sensibilidad de la cartera del fondo a cambios en las tasas de interés, monedas y liquidez, entre otros.

- S1: Baja sensibilidad de cuotas a las condiciones cambiantes del mercado.
- S2: De Baja a moderada sensibilidad de cuotas a las condiciones cambiantes del mercado.
- S3: Moderada sensibilidad de cuotas a las condiciones cambiantes del mercado.
- S4: De Moderada a alta sensibilidad de cuotas a las condiciones cambiantes del mercado.
- S5: Alta sensibilidad de cuotas a las condiciones cambiantes del mercado.
- S6: Extrema sensibilidad de cuotas a las condiciones cambiantes del mercado.

#### V. TENDENCIA DE LA CALIFICACIÓN

Feller Rate asigna "Tendencia" de la calificación, como opinión sobre el comportamiento de la calificación en el mediano y largo plazo. La Clasificadora considera los posibles cambios en la economía, condiciones de mercado, la estructura organizativa y de propiedad de la administradora, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, la tendencia no implica necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a las cuotas del fondo.

- FUERTE (+): La calificación puede subir.
- ESTABLE: La calificación probablemente no cambie.
- SENSIBLE (-): La calificación puede bajar. 

### Agenda Sugerida Reuniones Fondos

#### --- GENERAL

##### 1.- Propiedad del Fondo:

- Organigrama
- Mecanismos de operación y apoyo dentro del grupo

##### 2.- Resumen historia del fondo

- Constitución
- Patrones de crecimiento
- Evolución del fondo últimos tres años (si corresponde)

##### 3.- Filosofía Básica

- Estrategia de inversión y mercadeo
- Controles operativos
- Objetivo fondo
- Horizontes de inversión
- Índices o *benchmark* guía

##### 4.- Organización

- Tamaño y función del personal
- Lista de gerentes, operadores y analistas
- Roles de gerentes y comités
- Funciones esenciales de personal clave

#### --- ESTRATEGIA Y ESTILO DE INVERSIÓN

##### 1.- Estrategia administración portafolio

- Activa, pasiva

##### 2.- Objetivos

- Duración
- Madurez
- Calificación riesgo
- Sectores mercado
- Otros

##### 3.- Respecto a manejo portafolio, se utiliza:

- Coberturas derivados
- Exposición divisas
- Sector allocation
- Otras estrategias

#### --- ADMINISTRACIÓN RIESGO -- SELECCIÓN DE SECTORES Y ACTIVOS

##### 1.- Riesgos

- Duration
- Estructura de activos
- Manejo Liquidez
- Calificación
- Concentración

##### 2.- Tipos de activos

- Banco Central
- Estatales
- Certificados de Depósitos
- Bonos
- Acciones
- Monedas
- Derivados

##### 3.- Evaluación de riesgos

- Procesos
- Criterios
- Límites
- Herramientas de medida
- Experiencia
- Frecuencia de cambios

#### --- CONTROLES Y OPERACIONES

##### 1.- Liquidación

- Portafolio mix
- Mercados secundarios

##### 2.- Rescates

- Volatilidad tamaño activos
- Rescates netos
- Base clientes y características contabilidad

##### 3.- Procedimientos de operación diaria

- Plazos de compra y rescate
- Sistemas y controles computacionales y/o auditorías informáticas
- Coberturas de sistemas y respaldos adicionales
- Provisiones de seguridad
- Antecedentes de problemas de back-office

##### 4.- Evaluación riesgo contraparte

- Existencia de operadores autorizados
- Políticas de selección
- Periodicidad de la revisión
- Exigencias de servicios complementarios