



## METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN

Un fondo de valores administrado de forma correcta, profesional e idónea está expuesto a un menor nivel de riesgo. Por tal motivo, la calificación de **Value and Risk Rating** se enfoca en evaluar la calidad y riesgo del fondo, así como la eficiencia y capacidad de los administradores de los recursos.

La calificación y el análisis aplicado a un fondo específico será diferente uno de otro en la medida que se trate de un fondo de pensiones y cesantías, fondos de inversión colectiva, financieros (de renta fija o de renta variable) y no financieros (inmuebles, derechos de contenido económico, etc.) y otros portafolios de inversión administrados. En este sentido, **Value and Risk Rating** tomará en consideración dentro de sus análisis los efectos en el precio, la duración, los plazos al vencimiento, así como las condiciones de liquidez, el comportamiento y la evolución del fondo, entre otros.

Adicionalmente, la volatilidad en la rentabilidad histórica del portafolio como consecuencia de la exposición al riesgo de mercado, es un factor determinante en la evaluación de un portafolio. De igual manera, se tendrá en cuenta la calidad crediticia de los títulos que conforman el portafolio y su coherencia con las políticas y su perfil de riesgo. La manera como son seleccionadas las inversiones y su consistencia con lo ofrecido, permitirá evaluar además del riesgo de crédito y de mercado y el grado de liquidez del fondo.

Para aquellos fondos en los cuales existe un alto porcentaje de inversión en acciones o con tendencia a inversiones de renta variable será muy importante la calidad de la contraparte o riesgo de crédito de la respectiva acción. Cobrará especial importancia el nivel y grado de volatilidad del precio de la misma y la manera como el valor del fondo ha evolucionado en el tiempo, a la vez que las perspectivas futuras. De igual forma, se hará especial énfasis en la liquidez del portafolio, así como en la bursatilidad de los títulos que lo componen, entre otros factores.

Por su parte, para el análisis de los fondos inmobiliarios **Value and Risk** aplicará los criterios definidos en el **Anexo 1** en los que se considera el incumplimiento de pago por parte de sus inquilinos y la sensibilidad del fondo a los precios en el sector inmobiliario y o cambios económicos estructurales. Para este tipo de fondos **Value and Risk** emitirá únicamente la calificación de Riesgo Financiero y de Riesgo Administrativo y Operacional, cuyas escalas de calificación pueden consultarse dentro del anexo en mención.

**Value and Risk Rating** estudiará el comportamiento del fondo en los últimos tres (3) años (si es posible) o desde los inicios de su operación. Para este último caso (portafolios de inversión o fondos nuevos con poca historia), el análisis se concentrará en la administradora, el reglamento y su prospecto, así como en la política de inversiones y en la evolución del portafolio con la información disponible. A pesar de ser un periodo de tiempo tan corto es posible identificar variables que puedan sugerir una percepción de riesgo o evaluar su comportamiento, dada la filosofía y política de inversión establecida en el reglamento y por la Sociedad Administradora. En adición, la Calificadora podrá emitir únicamente la calificación de Riesgo Administrativo y Operacional por solicitud del cliente, cuando los fondos nuevos aún no han alcanzado



el espectro de tiempo suficiente<sup>1</sup> para dar una opinión respecto a los demás riesgos, situación que se ajustará en los siguientes nueve meses de operación.

En complemento, **Value and Risk Rating** tiene en cuenta la entidad que lo administra. Es así como, la calificación pretende identificar y analizar su eficiencia para gestionar los recursos que le han sido encomendados. Entre los que sobresalen las metodologías desarrolladas para la selección de inversiones, los parámetros para la minimización de todo tipo de riesgos y los mecanismos para la toma de decisiones (incluyendo estructuras colegiadas).

Será importante conocer cuáles son las políticas y los procedimientos definidos por el administrador del fondo para gestionar los riesgos de crédito, mercado, liquidez y operacional, así como para reducir la materialización de los eventos de riesgos y anticiparse a los cambios en las condiciones del entorno que puedan afectar el nivel de riesgo asumido. Asimismo, ponderará las políticas y mecanismos para la gestión de los riesgos en las inversiones que realiza y el avance tecnológico para su adecuada administración y control.

Para la evaluación del administrador de un fondo, sea una sociedad comisionista de bolsa, fiduciaria u otra entidad, se tendrá en cuenta la idoneidad para gestionar recursos de terceros. Sin embargo, a manera general se evaluará la calidad de la administración, la estructura financiera y operativa, su desempeño histórico y su eficiencia a todo nivel.

A través del cuestionario para la calificación inicial y posteriores revisiones se recopilará la mayor parte de la información a tener en cuenta para la evaluación del fondo.

El documento de calificación emitido por **Value and Risk Rating** dejará claro que el concepto u opinión no implica una recomendación para hacer o mantener la inversión, sino que corresponde a una evaluación sobre los riesgos de crédito, mercado, liquidez y administrativo y operacional a los que está expuesto, todos bajo un enfoque prospectivo. En el caso particular de los fondos inmobiliarios, la opinión se basará exclusivamente tanto en el Riesgo Financiero como en Riesgo administrativo y operacional.

En el documento definitivo que se entregará a los organismos de control, a la administradora del fondo y al público en general se dejará claro la calificación y su significado.

---

<sup>1</sup> Se entiende por espectro de tiempo suficiente cuando los fondos de inversión tengan seis meses de operación y alcancen el monto mínimo de patrimonio definido por la regulación.

## ESCALA DE CALIFICACIÓN

### RIESGO DE CRÉDITO

Para **Value and Risk Rating** este riesgo se entiende como la probabilidad de presentar pérdidas parciales o totales, ante el incumplimiento en la(s) obligación(es) que adquiere la entidad emisora del instrumento financiero que conforma el fondo o portafolio de inversión, específicamente, por cambios en su calidad crediticia. Se entiende que dicha pérdida se puede comprender como una disminución en el valor de la posición.

Para el riesgo de crédito **Value and Risk Rating** utilizará las siguientes escalas de calificación:

### GRADOS DE INVERSIÓN

#### Nivel alto

**F-AAA** El fondo o portafolio de inversión presenta la mayor seguridad, cuenta con la máxima capacidad de conservar el capital invertido y la mínima exposición al riesgo, debido a su calidad crediticia.

**F-AA** El fondo o portafolio de inversión presenta una alta seguridad y capacidad para preservar el capital invertido, lo que limita las exposiciones a pérdidas por riesgo de crédito. Sin embargo, existe un riesgo mayor en comparación con fondos o portafolios calificados en la categoría más alta.

#### Nivel bueno

**F-A** El fondo o portafolio de inversión presenta una buena seguridad y posee una capacidad razonable para preservar el capital invertido, lo que limita la exposición de las pérdidas por factores crediticios. Sin embargo, los fondos o portafolios de inversión calificados en esta categoría son más vulnerables a factores internos y externos, con relación a otros con mejores categorías de calificación.

#### Nivel satisfactorio

**F-BBB** El fondo o portafolio de inversión presenta una seguridad aceptable, pero la capacidad para preservar el capital invertido y limitar la exposición al riesgo de crédito es más vulnerable a acontecimientos adversos con relación a aquellos calificados en mejores categorías de calificación.

### GRADOS DE ALTO RIESGO

#### Nivel que no clasifica para inversión

**F-BB** El fondo o portafolio de inversión genera incertidumbre en su seguridad para limitar el riesgo de crédito. Aunque se trata de una categoría de alto riesgo, la probabilidad de pérdida del capital invertido por factores crediticios es menor que la de fondos o portafolios de inversión con calificaciones más bajas. Sin embargo, podrían ocurrir acontecimientos que generen pérdidas de valor.

**F-B** Existe un alto nivel de incertidumbre, razón por la cual la seguridad del fondo o portafolio de inversión es incierta. Esta situación podría exponerlo a la pérdida de capital invertido por factores crediticios.

**F-C** El fondo o portafolio de inversión es muy vulnerable a la pérdida de capital invertido por factores crediticios.

#### **Nivel de incumplimiento**

**F-D** El fondo o portafolio de inversión ha perdido el valor de su capital por la materialización de factores crediticios.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre F-AA y F-B se utilizará los signos (+) y (-) para otorgar una mayor graduación del riesgo.

#### **RIESGO DE MERCADO**

Para **Value and Risk Rating** se entiende como riesgo de mercado la probabilidad de presentar pérdidas potenciales en el valor de un instrumento financiero o en el portafolio de inversión como resultado de los cambios en las condiciones del mercado que afectan los factores de riesgo: tasa de interés (en moneda local o extranjera o en UVR), tipo de cambio, precio de las acciones, *commodities* o inversiones en otros fondos.

La escala de calificación de **Value and Risk Rating** para opinar sobre el riesgo de mercado es la siguiente:

#### **SENSIBILIDAD MUY BAJA**

**VrM 1** La sensibilidad del fondo o portafolio de inversión es muy baja con relación a las variaciones en los factores de riesgo que afectan las condiciones del mercado. Corresponde a la máxima calificación para el riesgo de mercado.

#### **SENSIBILIDAD BAJA**

**VrM 2** La sensibilidad del fondo o portafolio de inversión es baja con relación a las variaciones en los factores de riesgo que afectan las condiciones del mercado. Sin embargo, la vulnerabilidad es mayor que aquellos fondos o portafolio de inversión con la mejor categoría de calificación.

#### **SENSIBILIDAD MODERADA**

**VrM 3** La sensibilidad del fondo o portafolio de inversión es moderada con relación a las variaciones en los factores de riesgo que afectan las condiciones del mercado, pero su vulnerabilidad es mayor que la observada en aquellos calificados en mejores categorías.

**VrM 4** La sensibilidad del fondo o portafolio de inversión es modera-alta con relación a las variaciones en las condiciones de mercado, lo que lo hace más vulnerable que aquellos calificados en mejores categorías.

#### **SENSIBILIDAD ALTA**



**VrM 5** La sensibilidad del fondo o portafolio de inversión es alta con relación a las variaciones en las condiciones de mercado.

**VrM 6** La sensibilidad del fondo o portafolio de inversión es muy alta con relación a las variaciones en las condiciones de mercado.

## RIESGO DE LIQUIDEZ

Para **Value and Risk Rating** se entiende como riesgo de liquidez la probabilidad que tiene el fondo o portafolio de inversión de incumplir, dentro de los plazos pactados, con sus obligaciones de corto plazo. Adicionalmente, se refiere a la posibilidad de presentar pérdidas por la liquidación de los activos a un precio inferior, asociada a factores distintos a los evaluados en el riesgo de mercado (por ejemplo, por altos requerimientos puntuales de sus inversionistas), bien sea porque no cuentan con un destacable nivel de negociación o por cambios en las variables que afecten su liquidez de mercado.

La escala de calificación de **Value and Risk Rating** para opinar sobre el riesgo de liquidez será:

**Bajo.** El fondo o portafolio de inversión presenta una sólida posición de liquidez para el cumplimiento de las obligaciones pactadas, respecto a los factores de riesgo que lo afectan. Corresponde a la máxima calificación para el riesgo de liquidez.

**Medio.** El fondo o portafolio de inversión presenta una moderada posición de liquidez para el cumplimiento de las obligaciones pactadas, respecto a los factores de riesgo que lo afectan.

**Alto.** El fondo o portafolio de inversión presenta una débil posición de liquidez para el cumplimiento de las obligaciones pactadas, respecto a los factores de riesgo que lo afectan.

## RIESGO ADMINISTRATIVO Y OPERACIONAL

Para **Value and Risk Rating** este riesgo implica las pérdidas por errores o fallas en los recursos humanos, manejo gerencial, tecnología y sistemas de información, procesos, modelos y controles, entre otros relacionados con la eficiencia en la administración de portafolios realizada por la Sociedad Administradora.

La escala de calificación que **Value and Risk Rating** utilizará será:

### Nivel alto

**1** El desempeño operativo, administrativo, gerencial y de control del fondo o portafolio de inversión es muy bueno, razón por la cual existe una baja vulnerabilidad a pérdidas originadas por la materialización de estos factores.

### Nivel bueno



2 El desempeño administrativo, operativo, gerencial y de control del fondo o portafolio de inversión es bueno. Sin embargo, existe mayor vulnerabilidad a factores endógenos o exógenos con respecto a aquellos calificados en mejores categorías.

#### **Nivel satisfactorio**

3 El desempeño administrativo, operativo, gerencial y de control del fondo o portafolio de inversión es aceptable. Aunque su seguridad y capacidad para controlar los niveles de riesgo operativo y administrativo es más baja o vulnerable frente a aquellos calificados en mejores categorías.

Para las categorías de riesgo entre 1 y 3, **Value and Risk Rating** utilizará la nomenclatura (+) y (-) para otorgar una mayor graduación del riesgo relativo dentro de las categorías principales.

#### **GRADOS DE ALTO RIESGO**

##### **Nivel que no clasifica para inversión**

4 El desempeño administrativo, operativo, gerencial y de control del fondo o portafolio de inversión no es adecuado, razón por la cual es vulnerable a registrar pérdidas originadas por la materialización de estos factores.

5 El desempeño administrativo, operativo, gerencial y de control del fondo o portafolio de inversión lo hace altamente vulnerable a la obtención de pérdidas originadas por la materialización de estos factores.

##### **Nivel de incumplimiento**

6 El fondo o portafolio de inversión es más vulnerable a sufrir pérdidas debido a la deficiencia en su estructura administrativa, operativa, gerencial y de control.

#### **NIVEL SIN SUFICIENTE INFORMACIÓN PARA CALIFICAR**

En caso que **Value and Risk Rating** no cuente con la información suficiente para emitir una opinión respecto a la exposición del fondo o portafolio de inversión a los riesgos de crédito, mercado, liquidez, administrativo y operacional, podrá asignar la calificación global:

**F-E** No existe suficiente información para calificar.

Nota: Para hacer referencia a las calificaciones que se asignen a escala local en Panamá, la Calificadora acompañará la calificación asignada con la sigla entre paréntesis (Pan). Por ejemplo F-A (Pan).

## ASPECTOS A EVALUAR

### I. ANÁLISIS DEL FONDO O PORTAFOLIO DE INVERSIÓN

Para determinar el riesgo de un fondo o portafolio de inversión, **Value and Risk Rating** medirá e identificará sus características y realizará un análisis tanto del comportamiento de sus inversiones como de la exposición a los riesgos de crédito, mercado y liquidez (exceptuando los fondos inmobiliarios), así como del riesgo administrativo y operacional.

Igualmente, hará especial énfasis en el estudio del prospecto y reglamento del fondo o portafolio de inversión, así como del perfil de riesgo. Dependiendo de las características especiales de cada uno y su perfil, se evidenciarán mayores o menores niveles de riesgo. Al respecto, **Value and Risk Rating** tendrá en cuenta factores como: riesgo de crédito del portafolio de inversión, grado de liquidez del portafolio, volatilidad de las inversiones y desempeño del valor de la unidad. Dependiendo del tipo, se realizará mayor o menor énfasis en determinados factores y para los fondos inmobiliarios desarrollará el análisis con base en lo definido en el Anexo 1

Adicionalmente, la evolución del valor a través del tiempo y su sensibilidad ante los cambios en las condiciones de mercado, la volatilidad en la rentabilidad, así como la concordancia entre la duración de las inversiones, el perfil de riesgo, la estrategia de inversión y las características propias del fondo o portafolio de inversión.

**Value and Risk Rating** ponderará la existencia de metodologías por parte de la administración del fondo o portafolio de inversión para mitigar los distintos tipos de riesgos, así como los mecanismos de gestión soportados en el análisis del mercado, el desarrollo de índices de desempeño y una robusta infraestructura tecnológica.

La Calificadora adecuará la metodología a las características particulares de los portafolios de inversión o fondo, considerando sus particularidades, perfil y los activos objeto de inversión. No obstante, la metodología presentada constituye el marco de referencia para el análisis de cualquiera de estos.

**Entre los aspectos a evaluar dada la evolución del portafolio en el tiempo están:**

- a. Tamaño: medido por el nivel de activos en relación al total del mercado y comparado con fondos o portafolio de inversión similares (si es posible).
- b. Número de inversionistas, evolución y participación porcentual dentro del total. Se evalúa el nivel de concentración, con su correspondiente impacto en la liquidez del fondo y la naturaleza jurídica de los mismos.
- c. Comportamiento del valor de la unidad para determinar la rentabilidad real generada por el fondo en un periodo de tiempo (mínimo seis meses).
- d. Grado de estabilidad o volatilidad de la rentabilidad mensual, en lo posible comparado con fondos o portafolios de características similares.
- e. Políticas de inversión y su consistencia en el tiempo.
- f. Tendencias: evolución histórica de la composición del fondo o portafolio.
- g. Calidad y diversificación de inversiones.
- h. Las estrategias y procedimientos que utiliza la entidad para la construcción de portafolios, así como los mecanismos implementados para adecuarse oportunamente a los cambios en las condiciones del entorno, los cuales se verán reflejados en los resultados de las inversiones.

- i. Mecanismos de retiro de recursos y la facilidad para el inversionista, así como los costos que asumiría.
- j. Coherencia y claridad en las comisiones que se cobran.
- k. Mecanismos de información y comunicación para los inversionistas.
- l. Nivel de compensación de la relación riesgo / retorno. Específicamente, mediante el cálculo del índice de Sharpe<sup>2</sup> y del Coeficiente de Variación<sup>3</sup> para los últimos doce meses, comparado el mismo periodo del año anterior (siempre y cuando se cuente con la suficiente información).

## II. ANÁLISIS DE RIESGOS

### 1. RIESGO DE CRÉDITO

La calidad crediticia del portafolio o fondos es en últimas el riesgo crediticio de los títulos que lo componen, soportados en la calificación de sus emisores. Por tal razón, se tendrá en cuenta las calificaciones de los diferentes instrumentos que conforman el portafolio. Aquellos fondos o portafolios que invierten en títulos de renta fija con altas calificaciones tienen menor probabilidad de incurrir en pérdidas frente a otros en el que las calificaciones sugieren un mayor nivel de riesgo.

Para determinar el riesgo crediticio, **Value and Risk Rating** tendrá en cuenta la calificación y participación de cada uno de los instrumentos y ponderará las metodologías, políticas y procedimientos establecidos por la sociedad administradora para gestionar la exposición a este tipo de riesgos.

Asimismo, tendrá en cuenta la participación de cada uno de los emisores dentro del fondo o portafolio de inversión y su calidad como contraparte. La evaluación de cada instrumento se basará en la correspondiente calificación de riesgo del respectivo título.

La calificación que se asigne se fundamentará en las escalas para riesgo de crédito que se mencionaron anteriormente, así como en los mecanismos y ponderaciones internas que establezca **Value and Risk Rating** para determinar el nivel de exposición al riesgo. Cabe aclarar que lo anteriormente mencionado no aplica para los fondos inmobiliarios.

### 2. RIESGO DE MERCADO

Dentro del análisis del riesgo de mercado se tomarán en consideración aspectos como la composición por factores de riesgo, la estructura de plazos, la duración y la sensibilidad del portafolio de inversión o fondo ante los cambios en las condiciones de mercado. Lo anterior no aplica para fondos inmobiliarios.

Dentro de los análisis **Value and Risk Rating** tendrá en cuenta también la manera como la sociedad administradora realiza la valoración de los activos y su consistencia. Para ello, entre otros, analizará: las metodologías, las políticas, la plataforma tecnológica, la periodicidad y seguimiento, así como las estrategias de control.

---

<sup>2</sup> Se calcula como la rentabilidad promedio (con datos mensuales) del Fondo menos el promedio del índice de referencia, sobre la desviación estándar de la rentabilidad (para los últimos doce meses). Como indicador de referencia pueden considerarse, entre otros, IPC, IBR Overnight, DTF, retorno de las cuentas de ahorro o retorno de los CDTs a 30 días, seleccionados según las características del fondo.

<sup>3</sup> Medido como la volatilidad de la rentabilidad mensual durante el año de análisis en relación con el nivel promedio de los retornos durante el mismo periodo.





Adicionalmente, se evaluarán los mecanismos de cobertura (cuando aplican) y su idoneidad, dadas las políticas y fijación de límites. Igualmente, la medición del valor en riesgo (*VaR*), *stop loss* y *take profit* y las herramientas de monitoreo y control.

Además, **Value and Risk Rating** tendrá en cuenta los indicadores internos establecidos para medir el nivel de exposición al riesgo. Al respecto, la Calificadora evaluará el indicador de riesgo desarrollado, como proporción del portafolio<sup>4</sup>.

### 3. RIESGO DE LIQUIDEZ

La evaluación desarrollada por **Value and Risk Rating** tendrá en cuenta aquellos aspectos relacionados con la composición del portafolio que limiten la capacidad para cubrir los requerimientos de los inversionistas definidos por reglamento, o aquellos que se consideren extraordinarios, a partir de métricas desarrolladas internamente y como ejercicio adicional al regulatorio.

El análisis de riesgo de liquidez se soportará en el estudio de diversos factores entre los que se cuentan: las condiciones de permanencia de los inversionistas en el fondo, la consistencia de las estrategias con los plazos promedios de inversión, la capacidad para liquidar los activos en momentos de tensión, en función al tiempo requerido para hacerlo, su calidad y complejidad de negociación, el nivel de exposición medido por el indicador de riesgo de liquidez y el cumplimiento con los límites establecidos, la forma de valoración y la estrategia de inversión.

De igual manera, **Value and Risk Rating** analizará la evolución histórica del fondo o portafolio de inversión, el máximo retiro del periodo calculado por la Calificadora<sup>5</sup>, así como su capacidad para cubrirlos. Adicionalmente, tendrá en cuenta los indicadores internos establecidos para medir el nivel de exposición al riesgo. Al respecto, la Calificadora aplica un indicador de riesgo de liquidez estimado<sup>6</sup> que, permite verificar que la liquidez promedio del portafolio cubra los retiros del fondo, ya sea que estos puedan ser planificados, que correspondan a un escenario de tensión de mercado en un período determinado<sup>7</sup> o a una condición propia del Fondo o portafolio. No aplica para fondos inmobiliarios.

### 4. RIESGO ADMINISTRATIVO Y OPERACIONAL

Para determinar la exposición a estos riesgos, **Value and Risk Rating** tendrá en cuenta la evolución de la sociedad administradora y su capacidad para gestionar recursos de terceros. Los factores a ponderar se relacionan en el capítulo “Evaluación de la Administradora”, contemplado más adelante, así como en los criterios definidos en la metodología de Eficiencia en la Administración de Portafolios.

<sup>4</sup> Cálculo interno en el que se correlacionan los diversos factores de riesgo al cierre del periodo analizado. Lo anterior, con el propósito de verificar que el valor en riesgo es coherente con el perfil de riesgo del portafolio. Entre más alto es el indicador, la exposición al riesgo de mercado es mayor

<sup>5</sup> Corresponde al máximo retiro evidenciado en los últimos tres años dentro de criterios definidos por Value and Risk. En caso de que el fondo sea nuevo, se tendrá en cuenta la información más reciente.

<sup>6</sup> El cual relaciona la diferencia del máximo retiro del periodo en una banda de tres años y la suma de los movimientos del periodo analizado, así como el promedio del cierre del fondo durante el periodo evaluado.

<sup>7</sup> Para estimar dicho período, la Calificadora tendrá en cuenta el Máximo Retiro Acumulado (MCO), el cual corresponde a la suma más alta del mayor número de días de retiros consecutivos, para un periodo de tres años (si aplica). En caso de que el fondo sea nuevo, se tendrá en cuenta la información más reciente.

### III. TIPOS DE FONDOS

#### 1. FONDOS DE RENTA FIJA

- En fondos de renta fija de corto plazo se tendrá en cuenta que sean altamente líquidos, con el objeto de determinar la categoría de riesgo.
- Para evaluar el desempeño de un fondo se comparará con un grupo de fondos de características similares.
- Adicionalmente, para aquellos de corto plazo se tendrá en cuenta la filosofía y estrategia de inversión, así como su impacto en la duración, los plazos de los títulos, la volatilidad y la rentabilidad.

#### 2. FONDOS DE INVERSIÓN EN RENTA VARIABLE

Dentro de estos se cuentan aquellos fondos que tengan invertido algún porcentaje de su patrimonio en instrumentos de renta variable (acciones). Además de los aspectos aplicables a todos los fondos, se considerará las series de información histórica y la bursatilidad de los títulos que lo componen, así como las perspectivas de los principales sectores económicos en los que invierte.

Adicionalmente, se analizará la calidad de las inversiones y su calificación. Inversiones en sectores considerados con mayor percepción de riesgo se verán reflejadas en la calificación del fondo.

#### 3. FONDOS DE INVERSIÓN EN ACTIVOS NO TRADICIONALES

Dentro de estos se cuentan aquellos fondos que tengan invertido parte de su patrimonio en instrumentos financieros que no se encuentran inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y cuya negociación no se realiza a través de los sistemas transaccionales de la Bolsa de Valores como pagarés, facturas, contratos, cheques, sentencias, etc.

Además de los aspectos aplicables a todos los fondos, se tendrá en cuenta que:

- Los fondos compuestos en un 100% por activos no tradicionales presentan una baja correlación respecto a los cambios en las condiciones de mercado, razón por la cual quedará explícito en el documento técnico dicha situación. Sin embargo, estos presentan una exposición al riesgo de liquidez, que se evaluará mediante las acciones implementadas por la sociedad administradora para gestionar dicho riesgo.
- Para fondos con composición mixta (títulos tradicionales y no tradicionales), la calificación del riesgo de mercado estará atada a la porción del portafolio que presenta dicha exposición, tal como se evalúa con fondos de renta fija. Asimismo, se contemplará la exposición al riesgo de liquidez.

**Value and Risk Rating** emitirá una calificación de riesgo de mercado teniendo en cuenta la ponderación y distribución de los diferentes activos que lo componen.

Al considerar que los fondos con activos no tradicionales están expuestos a la pérdida de valor por la materialización del riesgo de crédito de los originadores, deudores,



pagadoras o emisores, entre otros, se tendrán en cuenta los procesos de vinculación, estudio y aprobación de inversiones en los diferentes activos. Al igual que las herramientas, procedimientos e intermediarios asociados al endoso, pago, prepago, garantía, cobro, recaudo, entre otros.

Adicionalmente, **Value and Risk Rating** evaluará el procedimiento y los parámetros utilizados por el administrador para la selección de proveedores de activos. En la calificación del riesgo crediticio de este tipo de fondos, se tomará en consideración los mecanismos dispuestos para mitigar los posibles incumplimientos sobre los títulos, así como las estrategias operativas y garantías para conservar los recursos de los inversionistas.

Un elemento importante para determinar cuan expuesto puede estar el portafolio a riesgos crediticios es el sector económico al cual pertenecen los activos no tradicionales, de forma que la calidad será determinante en la evaluación del riesgo crediticio. Se ponderará el análisis de riesgo realizado por la entidad administradora sobre la capacidad de pago de los emisores, originadores o contrapartes con los que el fondo ha realizado operaciones o se estima realizará operaciones, así como las medidas de seguimiento y control a posibles deterioros en su perfil de riesgo.

**Value and Risk Rating** tendrá en cuenta la experiencia de la sociedad administradora, la consistencia y formalidad en las políticas de inversión y diversificación. La manera como se lleva a cabo la gestión del riesgo operativo y legal para limitar la exposición a riesgos de crédito es un factor importante dentro de la calificación tanto del riesgo de crédito como del riesgo administrativo y operacional. Así mismo, **Value and Risk Rating** tendrá en cuenta los procedimientos y el soporte tecnológico para la gestión de los diferentes tipos de riesgo.

#### 4. FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIOS

Dentro de estos se cuentan aquellos fondos que tienen invertido su patrimonio en infraestructura, edificaciones y demás activos relacionados con bienes raíces, entre estos los que están destinados a la renta, cuyos ingresos dependen del pago del alquiler, y los de desarrollo, cuyos retornos están supeditados a la construcción y compra/venta de los proyectos inmobiliarios.

Se recalca que teniendo en cuenta las características de los activos y su operatividad, para este tipo de fondos no aplican las calificaciones de Riesgo de Mercado, Crédito y Liquidez. Por lo que **Value and Risk** utilizará la calificación de Riesgo Financiero (**Anexo 1**), entendido como la exposición del fondo ante incumplimientos de pago por parte de los inquilinos, el proceso de comercialización y construcción de los inmuebles y su sensibilidad a los precios del sector inmobiliario y/o cambios económicos estructurales.

#### IV. ANÁLISIS DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA

El objetivo de la evaluación de la administradora de un fondo o portafolio de inversión es determinar su calidad, idoneidad para gestionar recursos y la consistencia de sus políticas en el tiempo. **Value and Risk Rating** medirá diversos factores cualitativos y cuantitativos que permitirán establecer una opinión sobre la habilidad de la



administradora para invertir y administrar los riesgos asociados al proceso de inversión. Así mismo, verificar si dicho proceso se hace de forma responsable y profesional.

El análisis profundiza en tres grandes grupos de factores: *management*, políticas de inversión y experiencia.

## 1. CALIDAD E IDONEIDAD DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA

Se trata de determinar la idoneidad tanto de la administradora como de las personas o grupos de personas que tienen a su cargo la administración del fondo o portafolio de inversión.

**Value and Risk Rating** ponderará que la entidad administradora cuente con personal con la suficiente experiencia y calidad técnica para administrar recursos de terceros. En este aspecto, se tendrá muy en cuenta que la compañía disponga de personal de alta calidad, permanencia e idónea para aquellos puestos en lo que se refiere a la administración de los riesgos e inversiones.

La compañía administradora deberá contar con manuales de procedimientos y normas de conducta, establecidos para regular el ejercicio de las funciones de todos los miembros. Los manuales deberán ser conocidos por todos y cada uno de los funcionarios involucrados en el proceso de administración de recursos. Adicionalmente, la firma administradora deberá contar con mecanismos de control interno a todo nivel que permitan administrar y controlar los riesgos.

**Value and Risk Rating** evaluará la existencia de una estructura acorde para la administración de los riesgos a todo nivel, lo cual incluye la existencia de comités y su conformación para la toma de decisiones, niveles de atribuciones y *back ups* de funciones. Asimismo, valorará las metodologías para el cálculo de pérdidas esperadas y no esperadas, la tecnología y los desarrollos propios superiores a las exigencias regulatorias, política de reservas de capital, la adecuada y coherente planeación de inversiones, las estrategias comerciales y la coherencia y consistencia del portafolio de inversión frente a su perfil.

Entre otros aspectos, para evaluar la calidad e idoneidad de la entidad que administra un fondo o portafolio de inversión se tiene:

- a. Experiencia en la administración de fondos o portafolio de inversión de la misma naturaleza.
- b. Consistencia en el tiempo.
- c. Experiencia en la administración de recursos medidas en años, productos, nuevos desarrollos.
- d. Sinergias con otras compañías del grupo.
- e. Grado de independencia de las áreas del *front, middle* y *back office*.
- f. Existencia de comités y metodología utilizada para la toma de decisiones.
- g. Procesos estandarizados y con consistencia en el tiempo.
- h. Control interno: se evaluará el sistema de control, al igual que los parámetros implementados para minimizar los riesgos operativos. Se verificará si los mecanismos de control interno son suficientes y eficientes para resguardar los intereses de los inversionistas del fondo o portafolio de inversión.
- i. Capacidad tecnológica que facilite el control y gestión de la operación.

- j. Independencia, segregación y separación de los departamentos.
- k. La existencia de órganos de decisión colegiada y atribuciones definidas.
- l. Existencia de planes de contingencia.
- m. Mecanismos de chequeo que permitirán evitar errores y procedimientos indebidos y en general, la gestión del riesgo operativo, como eje transversal para el control de la operación.
- n. Idoneidad profesional y técnica de los operadores del Fondo, reflejada entre otras en la Certificación del Autorregulador del Mercado de Valores (AMV).

Se evaluará y valorará una clara política de relaciones con compañías relacionadas (vinculadas). Se tendrán en cuenta los mecanismos y políticas establecidas por la entidad para minimizar la presencia de conflictos de interés y su impacto sobre los intereses de los inversionistas del fondo o portafolio de inversión. La existencia de manuales de gobierno corporativo y códigos de conducta que reglamenten estas relaciones será un factor que **Value and Risk Rating** pondera.

Adicionalmente, **Value and Risk Rating** validará las posibles sanciones por incumplimiento de parámetros regulatorios, emitidos por cualquier órgano de control. Igualmente, evaluará las opiniones de auditores o terceros frente a la gestión de la compañía, para esto solicitará y analizará los informes de revisoría fiscal, auditoría interna, órganos de control, así como los planes de mejoramiento derivado de los hallazgos. Asimismo, analizará los procesos contingentes en contra de los fondos o la sociedad, siempre que afecten su eficiencia para gestionar recursos.

En complemento a lo anterior, **Value and Risk Rating** solicitará que la sociedad administradora certifique que no ha sido sancionada por los órganos de control, al igual que el número de procesos en contra, las pretensiones, probabilidad de fallo y provisiones realizadas.

Se tendrá en cuenta las buenas prácticas en la administración del fondo o portafolio de inversión, así como la capacidad financiera tanto de la entidad como del grupo de accionistas al que pertenece (si aplica). El análisis incluye el posicionamiento de mercado y la experiencia de la entidad en la gestión de fondos.

Para los fondos de inversión inmobiliarios, además de lo expuesto anteriormente, **Value and Risk** tendrá en cuenta la calidad de las metodologías de evaluación de los peritos valuadores, la capacidad gerencial y experiencia del gestor, a la vez que evaluará los procesos de selección de activos.

## 2. ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA

La fortaleza financiera con la que cuenta una entidad es el resultado en la mayoría de los casos de una adecuada gestión y calidad en los procesos que desarrolla. Es por esto que además de los factores cualitativos se tienen en cuenta la información financiera de la sociedad administradora del fondo o portafolio de inversión y los resultados obtenidos en los últimos años.

Para llevar a cabo lo anterior, **Value and Risk Rating** en sus análisis tendrá en cuenta:

- Evaluación histórica de la situación financiera y perspectivas.



- Presupuesto y ejecución presupuestal.
- Evolución del patrimonio técnico y margen de solvencia.
- Evolución del nivel de activos administrados por la sociedad.
- Generación de comisiones y grado de diversificación por tipo de negocio.
- Evolución principales indicadores financieros.
- Flujo de caja, grado de calce entre activos y pasivos. Situación de liquidez.
- Eficiencia operacional, gastos de apoyo, personal y de administración comparados con los ingresos generados.

Para los fondos inmobiliarios además incluirá un análisis del gestor.

## ANEXO 1

### RIESGO FINANCIERO

Para **Value and Risk** este riesgo se entiende como la posibilidad de que el fondo incurra en pérdidas y se disminuya el valor de sus activos ante incumplimientos de pago por parte de los arrendatarios y/o el proceso de comercialización y construcción de los inmuebles y su sensibilidad a los precios del sector inmobiliario y/o cambios económicos estructurales. Aplica únicamente para fondos inmobiliarios.

Para el Riesgo Financiero **Value and Risk** utilizará las siguientes escalas de calificación:

#### Nivel alto

**Fi-AAA** El fondo de inversión presenta la mayor seguridad y cuenta con la máxima capacidad para preservar el valor del capital dada su exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo presentan un riesgo mínimo frente a cambios en las condiciones económicas y del sector inmobiliario.

**Fi-AA** El fondo de inversión presenta una alta seguridad y capacidad para preservar el valor del capital dada su exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo presentan un riesgo muy bajo frente a cambios en las condiciones económicas y del sector inmobiliario. Sin embargo, existe un riesgo mayor en comparación con fondos calificados en la categoría más alta.

#### Nivel bueno

**Fi-A** El fondo de inversión presenta una buena seguridad y posee una capacidad razonable para preservar el valor del capital dada su exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo presentan un riesgo bajo frente a cambios en las condiciones económicas y del sector inmobiliario. Sin embargo, los fondos calificados en esta categoría son más vulnerables a factores internos y externos, con relación a otros con mejores categorías de calificación.

#### Nivel satisfactorio

**Fi-BBB** El fondo de inversión presenta una seguridad aceptable para preservar el valor del capital, dada su exposición a riesgo de crédito. Es más vulnerable a acontecimientos adversos con relación a aquellos calificados en mejores categorías de calificación. Los activos del fondo presentan un riesgo moderado frente a cambios en las condiciones económicas y del sector inmobiliario.

#### Nivel que no clasifica para inversión

**Fi-BB.** El fondo de inversión genera incertidumbre en su seguridad para preservar el valor del capital, dada su exposición a riesgo de crédito. Aunque se trata de una categoría de alto riesgo, la probabilidad de pérdida del capital es menor que la de fondos con calificaciones más bajas. Sin embargo, podrían ocurrir acontecimientos que generen pérdidas de valor. Los activos del fondo presentan un riesgo moderado - alto frente a cambios en las condiciones económicas y del sector inmobiliario.

**Fi-B** Existe un alto nivel de incertidumbre, razón por la cual la seguridad del fondo es incierta para preservar el capital, dada su exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo presentan un riesgo alto frente a cambios en las condiciones económicas y del sector inmobiliario.

**Fi-C** El fondo es muy vulnerable a la pérdida de capital dada su exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo presentan un riesgo muy alto frente a cambios en las condiciones económicas y del sector inmobiliario.

#### Nivel de incumplimiento

**Fi-D** El fondo ha perdido el valor de su capital y ha incurrido en pérdidas por la materialización de riesgo de crédito por un periodo mayor a seis meses.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre Fi-AA y Fi-B se utilizará los signos (+) y (-) para otorgar una mayor graduación del riesgo.

### ASPECTOS A EVALUAR

Para **Value and Risk**, un fondo de inversión inmobiliario es todo aquel que cumpla con las disposiciones establecidas en el Decreto 2555 de 2010 o cualquier norma que lo modifique, adicione o derogue.

Además del análisis de la evolución del fondo y sus características, la calificación de Riesgo Financiero emitida por **Value and Risk** evaluará los siguientes aspectos:

1. Composición y características del portafolio.
2. Evolución y características de sus contrapartes.
3. Análisis financiero del portafolio.

Es de aclarar que la calificación de Riesgo Financiero se empleará únicamente para el análisis de los Fondos de Inversión Inmobiliarios y no es comparable con la calificación de Riesgo de Crédito. No obstante, dependiendo de las características propias del fondo **Value and Risk** profundizará en los aspectos particulares.

Debe quedar claro que las calificaciones de **Value and Risk** son opiniones fundamentadas en la información suministrada por la entidad administradora y aquella de carácter público que se presume confiable, principalmente, aquella publicada por los órganos de control y vigilancia. La opinión se basará en el análisis riguroso, técnico y profesional de la información, con el objetivo de proponer una calificación que refleje los riesgos a los que puede estar expuesto el Fondo.

### 1. Composición y características del portafolio.

Como parte del análisis **Value and Risk** evaluará las características de los activos en los que invierte el fondo (clase, actividad económica, estrato, etc.), la exposición por tipo de inmueble, su ubicación geográfica, el riesgo de vacancia, la dinámica del valor del arriendo, la participación de los principales inmuebles dentro del portafolio, el estado de las inversiones realizadas y el cumplimiento del plan de adquisiciones, entre otros.

Adicionalmente, tendrá en cuenta el análisis de la valoración y/o desvaloración de los activos que lo componen, riesgos jurídicos que puedan derivarse de los acuerdos contractuales, así como aquellos riesgos generados por cambios en la regulación que afecten los activos o proyectos que componen el portafolio.

### 2. Evolución y características de las contrapartes.

En este punto, **Value and Risk** analizará las características de los arrendatarios o contrapartes, la contribución de los principales arrendatarios a los ingresos del fondo y cánones de arrendamiento, así como las condiciones generales de los contratos de arrendamiento (plazos, montos, garantías, etc.) y la antigüedad promedio y rotación de los inquilinos. Adicionalmente, incluirá la evaluación de las tasas de renovación de los contratos, la diversificación por sectores económicos y la ubicación geográfica a partir de los cánones.

Igualmente, evaluará el cumplimiento en el pago de los cánones de arrendamiento y los mecanismos definidos para mitigar y/o transferir dicho riesgo.

### 3. Análisis financiero del portafolio.

**Value and Risk** realizará un análisis de la evolución del fondo en términos de valor, posición de mercado, rentabilidad y tiempo de recuperación del capital invertido. Asimismo, de acuerdo con su naturaleza, tendrá en cuenta la atomización por número de aportantes, sus características, tipo de inversionista y la concentración en los veinte principales, entre otras variables.

La Calificadora analizará los retornos y su sensibilidad a los cambios en los ciclos económicos y en caso de que se genere cartera vencida o intereses de mora, evaluará su efecto sobre la rentabilidad. Asimismo, monitoreará la consistencia y estabilidad de los flujos de caja netos derivados de los activos administrados, así como la concentración de vencimientos de los contratos en periodos específicos que puedan generar mayor incertidumbre sobre la generación futura de ingresos y, por ende, sobre la rentabilidad.

En cuanto a la estructura del pasivo y la gestión de liquidez, analizará las estrategias y su congruencia con las características del fondo, así como la evolución histórica de la





estructura de endeudamiento y su costo dados los objetivos de rentabilidad. En este punto se determinará la capacidad del fondo para liquidar sus activos manteniendo la generación de valor para sus inversionistas y sin afectar significativamente su valoración.

De otro lado, **Value and Risk** evaluará el comportamiento del flujo de caja y de la porción líquida del portafolio para cumplir con sus obligaciones contractuales y los retiros inesperados de capital para aquellos fondos con posibilidad de redención inmediata. En adición, hará un análisis de las políticas de distribución de rendimientos, así como de la evolución de los aportes y retiros.

Finalmente, se incorporará dentro del análisis la dinámica de las operaciones pasivas de liquidez, en el cual se incluirá el nivel de utilización y la regularidad en su uso para cubrir las necesidades de liquidez.

### CONTROL DE CAMBIOS

No.	OBSERVACIÓN	ACTA COMITÉ TÉCNICO	FECHA	FECHA DE PUBLICACIÓN
1	Aprobación metodología	682	7 de diciembre de 2023	12 de diciembre de 2023