

# Convergencia en los Marcos Regulatorios de Fondos de Inversión de Latinoamérica

## Resumen

**Compromiso Regulatorio Fuerte:** En la última década, los entes reguladores en los países latinoamericanos, analizados por Fitch Ratings, han trabajado eficazmente en consolidar los lineamientos de los fondos de inversión. La finalidad es fortalecer el marco regulatorio y operacional que rige a las administradoras, a través de reglas para la administración de riesgos y gobierno corporativo. Asimismo, la regulación contribuyó al acceso de información detallada de los fondos, al buscar continuamente una mayor transparencia y calidad en la misma.

**Gran Similitud Entre los Marcos Regulatorios:** En general, Fitch percibe una gran similitud entre las regulaciones de los países latinoamericanos en los que tiene presencia. Entre los aspectos que la calificadora considera básicos para analizar la operación de fondos se encuentran: gestión de riesgos, información otorgada tanto a la autoridad como a los inversionistas, criterios contables, lineamientos de valuación y proveeduría de precios, y reglas para el establecimiento del régimen de inversión.

**Reto Principal:** Cada país presenta sus propios retos conforme a las particularidades de su mercado; sin embargo, uno de los más importantes es continuar avanzando en la consecución del fortalecimiento de los procesos de las administradoras y los fondos, a fin de siempre salvaguardar los recursos de los inversionistas.

**Control de Riesgos Robusto:** A raíz de la volatilidad de los mercados financieros durante los últimos años, uno de los aspectos en los marcos regulatorios que -en general- se ha reforzado más es el control de riesgos, al introducirse medidas específicas para su monitoreo y para ofrecer información con mayor claridad al público inversionista.

**Relevancia de la Calificación:** En la mayoría de los países analizados por la agencia se observa que las autoridades han requerido la calificación de los fondos de deuda, ya sea en forma directa o indirecta; esto es, cuando los fondos (que pueden ser objeto de inversión institucional o de fondos de pensiones) requieren contar con una calificación. Lo anterior refleja la importancia que los reguladores le han otorgado a las calificaciones, como una fuente adicional para proveer información sobre los riesgos a los que están expuestos los fondos.

## Introducción

El objetivo de este reporte es efectuar un análisis comparativo entre la regulación aplicable a los fondos de inversión en países donde Fitch tiene presencia en Latinoamérica (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica y México). Para tal efecto, se evaluaron los aspectos fundamentales que la agencia considera para el funcionamiento adecuado de los fondos:

- Gobierno corporativo
- Gestión de riesgos y prevención de conflictos de interés
- Políticas de inversión e información proporcionada a los inversionistas
- Depósito y custodia de valores
- Lineamientos para los proveedores de servicios
- Información otorgada a la autoridad
- Lineamientos para la valuación y contabilidad de los fondos
- La calificación de los fondos.

## Analistas

Bertha Cantú  
+52 81 8399-9128  
[bertha.cantu@fitchratings.com](mailto:bertha.cantu@fitchratings.com)

Alfredo Gómez  
+52 81 8399-9100  
[alfredo.gomez@fitchratings.com](mailto:alfredo.gomez@fitchratings.com)

Davie Rodríguez, CFA  
+1 212 908-0386  
[davie.rodriguez@fitchratings.com](mailto:davie.rodriguez@fitchratings.com)

Gustavo Ávila  
+54 11 5235-8142  
[gustavo.avila@fitchratings.com](mailto:gustavo.avila@fitchratings.com)

Pedro Gomes  
+55 11 4504-2604  
[pedro.gomez@fitchratings.com](mailto:pedro.gomez@fitchratings.com)

Gonzalo Alliende  
+562 2499-3308  
[gonzalo.alliende@fitchratings.com](mailto:gonzalo.alliende@fitchratings.com)

Rodrigo Contreras  
+506 2296 9182 ext. 23  
[rodrigo.contreras@fitchratings.com](mailto:rodrigo.contreras@fitchratings.com)

Andrés Márquez  
+571 326 9999 ext. 1220  
[andres.marquez@fitchratings.com](mailto:andres.marquez@fitchratings.com)

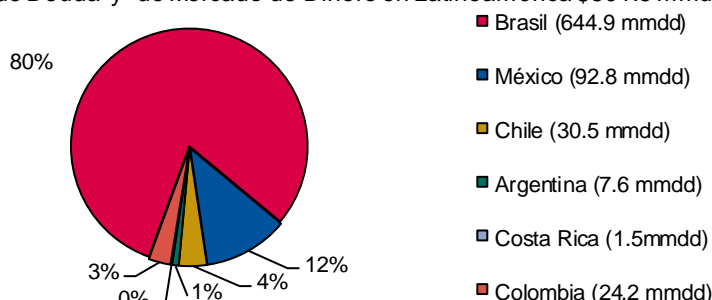
El mercado de fondos de deuda en Latinoamérica es un segmento importante de la economía de la región. Al cierre de diciembre de 2012, el número de fondos de deuda en los países analizados totalizaron 13,629, cuyos activos administrados ascendieron a \$801.5 miles de millones de dólares (mdd) (Gráfica 1). Fitch califica 435 del total de fondos existentes.

Las entidades reguladoras han desempeñado un papel importante en el desarrollo de los fondos mutuos en Latinoamérica al orientarse a: la salvaguarda de los recursos de los inversionistas, la transparencia en la información que proporcionan los administradores, así como un reforzamiento continuo del gobierno corporativo y controles en la operación diaria de los fondos.

Gráfica 1

### Participación % por País

(AUM Fondos de Deuda y de Mercado de Dinero en Latinoamérica \$801.5 mdd)  
Diciembre 2012



Fuente: ICI - Investment Company Institute y Colombia: Superintendencia Financiera.

### Gobierno Corporativo, Administración de Riesgos y Controles

Un aspecto relevante que cubre la regulación de los países analizados es el establecimiento de los requisitos básicos para el gobierno corporativo de la administradora y los fondos. En todos los países, la autoridad estipula que las administradoras deben tener una Junta Directiva o Consejo de Administración, así como un oficial de cumplimiento o contralor normativo; en el caso de este último funcionario, lo que varía en cada caso es la profundidad o alcance de sus funciones. Por ejemplo, en Costa Rica y Argentina se requiere fundamentalmente para el control del origen de capitales o prevención del lavado de dinero.

En Brasil el gobierno corporativo está basado, principalmente, en la segregación clara de funciones entre los administradores de activos, administradores fiduciarios y custodios. También, el funcionario responsable de la operación de un administrador de activos no puede desempeñar otras actividades en los mercados de capitales.

En el resto de los países se observa una mayor amplitud en las funciones del oficial de cumplimiento. Asimismo, en todas las regulaciones se establecen mecanismos para la prevención de conflictos de interés, a través del establecimiento de un código de conducta; en Costa Rica poseen un reglamento de gobierno corporativo y anualmente se publica un informe relativo que detalla el funcionamiento y operatividad del mismo.

En el caso de México, además de estipular las funciones detalladas que deberá desempeñar el contralor normativo, la autoridad también establece la forma en que tendrá que integrarse el Consejo de Administración de la operadora; dentro de la solicitud de autorización deberán incluirse los nombres de los consejeros, así como su experiencia en el mercado de valores.

Fitch considera de suma importancia la administración de riesgos en los fondos. Este punto se refleja, en general, en la regulación de los diferentes países; en Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica y México la agencia observa una mayor profundidad en sus lineamientos.

En dichos países, además del establecimiento de los requerimientos que deben cumplir en esta materia (Manual de Control Interno o Gestión de Riesgos), las administradoras deben poseer un área o responsable de riesgos. En Chile y México se exige una certificación o auditoría interna que verifique el que dichas funciones se llevan a cabo de acuerdo con la regulación.

En Brasil, los administradores fiduciarios son responsables del cumplimiento de los fondos en sus obligaciones legales y fiduciarias. Estas entidades sirven como una fuente adicional de control y vigilancia en el sector; además, supervisan a todos los proveedores de servicios de los fondos. En lo referente a los modelos y mediciones en el marco general de riesgos de la inversión, la mayoría de los países estipulan ciertas mediciones, como el Valor en Riesgo (VaR); o en México, los valores promedio de la exposición por tipo de riesgo, correspondiente al período de revelación. En Argentina y Chile, la autoridad no establece mediciones básicas y deja esta decisión a la administradora.

En los países en los cuales la regulación determina ciertas mediciones de riesgos, destacan Brasil y Costa Rica, los cuales requieren otros indicadores además del VaR. En Costa Rica se solicita información referente a: la duración y duración modificada; número y concentración por inversionista; plazo promedio de permanencia de los inversionistas; composición de la cartera por sector; nivel de endeudamiento; rendimiento y desviación estándar del fondo. En Brasil se incluyen: las pruebas de estrés; el valor nocional de los derivados; las contrapartes mayores en derivados extrabursátiles (OTC) sin colaterales centralizados y concentraciones por emisores.

**Tabla 1**  
**Comparativo de Algunos de los Aspectos Esenciales de la Regulación en Latinoamérica**

Concepto	Políticas de Inversión	Administración de Riesgos	Medidas Básicas de Riesgos
Argentina	Existe un reglamento de gestión modelo que incluye los lineamientos generales, como la diversificación mínima. Deben plasmar el régimen de inversión en dicho reglamento.	Deben elaborar manuales de procedimientos de control interno; incluye prevención de lavado de dinero y de acceso y salvaguardia de los sistemas informáticos utilizados. No hay requerimiento de auditoría interna. No se menciona cómo deben evaluarse los distintos tipos de riesgos.	Límites de concentración por emisor e instrumento financiero (porcentajes máximos por emisión). Límite máximo de participación para el principal inversionista.
Brasil	Deben ser descritas en el reglamento y prospecto. Los fondos mutuos deben adherirse a la clasificación por objetivo en la regulación y a los límites de concentración por emisor y tipo de instrumento. Los cambios relevantes en el reglamento del fondo deben ser aprobados en las asambleas de inversionistas.	Se deben especificar las políticas de administración de riesgos y de cumplimiento en los manuales. Los factores de riesgo deben ser incluidos en los documentos de gobierno del fondo, incluyendo las metodologías. Los límites de riesgo de mercado son controlados por el administrador, pero normalmente no se incluyen en las políticas de los fondos.	Concentración por emisor e instrumento financiero como lineamientos de políticas de inversión de acuerdo a la clase de fondo. Medidas de riesgo de mercado apropiadas de acuerdo a la estrategia del fondo e indicadores de riesgo de liquidez.
Chile	Existe un listado del tipo de activos que podrán constituirse como objeto de inversión. No estipula límites por valor. El límite general hace referencia a mantener un límite que no permita controlar al respectivo emisor.	Implementan medidas relativas a la gestión de riesgos y control interno. Identificar todos los riesgos que enfrenta el proceso de administración de los fondos. Debe haber una persona responsable de la gestión de riesgos.	No están estipuladas medidas básicas de riesgos.
Colombia	Se enuncian los activos aceptables para invertir y deberán especificar aspectos como los activos aceptables para invertir, límites mínimos y máximos. Plasman las políticas en el prospecto.	Deben contar con manuales de control interno y gobierno corporativo. Tienen que identificar, medir y administrar los riesgos de la cartera. Además, garantizar la independencia de funciones.	VaR con base en la metodología estándar. Deben diseñar y aplicar una metodología interna para la medición del riesgo de liquidez.
Costa Rica	Cada administradora determina su régimen de inversión. Es requerido que defina una política para cada categoría de perfil de inversionista. El régimen debe ser publicado en el prospecto de inversión.	Elaboran un manual de políticas y procedimientos para gestionar los riesgos. Se debe constituir un Comité de Gestión de Riesgos y la Unidad de Riesgos. Se mencionan los riesgos que deben evaluarse.	VaR, duración y duración modificada, número y concentración por inversionista, nivel de endeudamiento, entre otros.
México	Se basan en una clasificación general establecida por la autoridad. Se estipulan ciertos aspectos básicos como la diversificación mínima. Deben plasmar su régimen de inversión en el prospecto.	Deben desarrollar las políticas para la administración de riesgos. Se estipulan las funciones del responsable de riesgos. Se menciona los distintos riesgos a evaluarse. Deben realizar una auditoría interna una vez al año.	Cálculo diario del VaR con base en ciertas especificaciones. Difusión de una estadística descriptiva del riesgo de crédito, valores promedio de la exposición por tipo de riesgo.

Fuente: Regulación de cada país listado.

En opinión de Fitch, lo descrito con anterioridad refleja una tendencia general hacia el fortalecimiento del gobierno corporativo, al establecer lineamientos para promover un marco normativo y operacional dentro de las administradoras; esto a través de la implementación de diversos manuales y órganos que le permitan a la administradora un mejor control tanto en sus procesos de operación, como en la toma de decisiones y gestión de riesgos.

### **Políticas de Inversión e Información Proporcionada a los Inversionistas**

Entre la información proporcionada a los inversores por parte de las administradoras se encuentra el prospecto de información del fondo. En todos los países, éste debe incluir el régimen de inversión. Las autoridades lo han establecido en forma general; es decir, sin precisar límites máximos o mínimos por tipo de instrumento, lo que deja a los administradores su definición de acuerdo a la estrategia adoptada. No obstante, algunos reguladores especifican clasificaciones para los diferentes tipos de fondos; según la clasificación establecida es como se origina su régimen de inversión.

Dentro de los aspectos básicos que algunas regulaciones determinan para las políticas de inversión de los fondos se enlistan: los valores en los que pueden o no invertir; la diversificación mínima en determinados tipos de instrumentos; y la forma y plazo en que deben corregir las desviaciones con respecto al régimen de inversión. Asimismo, en la mayoría de los países, los prospectos de información y los cambios a los mismos, deben ser autorizados por el regulador.

Adicional al prospecto de información, en cada país los reguladores estipulan la información básica que debe ser proporcionada a los inversionistas. En la mayor parte de los casos, se debe proporcionar como mínimo el detalle de la cartera de inversión, así como la calificación y el rendimiento o el valor de la cuota del fondo; solamente varía la forma y el plazo en que debe ser difundida dicha información.

De igual forma, la regulación de cada país establece la información adicional a ser proporcionada. Por ejemplo, en Costa Rica y Argentina se divulgan los estados financieros auditados e intermedios; en Costa Rica se ofrece el informe anual de gobierno corporativo; en México, el límite máximo de Valor en Riesgo (VaR) establecido en sus prospectos y el promedio observado durante el período que corresponda en el caso de las carteras semanales de los fondos. En Brasil hay lineamientos y estándares para la publicidad del fondo en términos de información cuantitativa, características del fondo, comisiones y *disclaimers*.

No obstante, Fitch considera relevante que todos los países establecen los requerimientos para la información básica y su periodicidad; algunos de los propios reguladores comunican dicha información a través de sus páginas en internet.

### **Depósito y Custodia de los Valores y Proveedores de Servicios**

Otro aspecto relevante dentro de la operación de los fondos es el referente al depósito y la custodia de los valores, así como el de los diferentes proveedores de servicios. En todos los países analizados, la regulación contempla los lineamientos para depósito y la custodia de los valores que integran el portafolio de cada uno de los fondos. En Chile, la autoridad insta a las administradoras a aplicar medidas relativas a la gestión de riesgos asociados al proceso de custodia.

De igual forma, en general, las regulaciones consideran lineamientos para los proveedores de servicios. En el caso de México, la ley señala los servicios que deben contratar los fondos de inversión para el cumplimiento de su objeto, así como los candidatos que podrán prestar dichos servicios.

Asimismo, en Costa Rica, al igual que en México, las normas regulatorias señalan los servicios que la administradora debe contratar y los requisitos mínimos que deben cumplir algunos de estos proveedores. Por su parte, en Brasil el uso de proveedores autorizados es obligatorio para el fondo y su regulación describe el conjunto de funciones requeridas que deben ser provistas con segregación. El administrador fiduciario también es responsable de supervisar a los proveedores de servicios de acuerdo a las responsabilidades descritas en el reglamento del fondo.

En el caso de Argentina, existen lineamientos para distintos proveedores, por ejemplo: los auditores, quienes deberán estar matriculados y aprobados por el Consejo. En Chile, la ley establece que la responsabilidad de la función de administración es indelegable; sin embargo, estipula la posibilidad de que las administradoras puedan celebrar contratos por servicios externos para la ejecución de determinados actos, negocios o actividades necesarias para el cumplimiento del giro.

Por último, en Colombia las sociedades administradoras podrán encomendar, por su cuenta y a su nombre, a otras entidades legalmente facultadas para administrar carteras colectivas o portafolios de terceros, la administración total o parcial de los activos que integren el portafolio de la cartera colectiva. Esto con la condición de que dicha posibilidad se encuentre previamente establecida en el reglamento.

### **Información para la Autoridad, Contabilidad, Valuación y Proveeduría de Precios**

La regulación en cada uno de los países describe la forma y tipo de información que las administradoras proporcionan a la autoridad, así como la oportunidad y periodicidad para su envío; destaca el caso de países como Argentina, Brasil, Colombia y México, en los cuales la información se entrega diariamente. Entre los requerimientos que cada administradora debe proporcionar, se encuentran: cartera de valores y valor de la acción o de la participación.

Asimismo, en la mayoría de los países la regulación determina los criterios contables aplicables a las administradoras y a sus fondos; con excepción de Brasil, en donde únicamente se requiere para el caso de los fondos, ya que son entidades independientes. Entre los aspectos que cada regulador determina respecto a este apartado, se incluyen diversos criterios relativos a: estados financieros básicos, el esquema general de la contabilidad, y a los conceptos que integran los estados financieros.

Un aspecto en el que se observa una mayor diferencia entre los países analizados es el uso de proveedores externos de precios de los valores que integran los portafolios de los fondos. Esta práctica es especialmente importante para activos con restricciones de liquidez en mercados secundarios. En países como Argentina y Brasil, el uso de proveedores de precios no ha sido una práctica de mercado. En el caso de Brasil, los órganos de autorregulación proporcionan referencias de precios para muchos activos y el administrador fiduciario debe difundir las metodologías de fijación de precios en sus manuales.

Aunque existen diferencias respecto al uso de este tipo de proveedores, lo que es común en todos los países, es la especificación detallada del regulador sobre la forma y periodicidad en que debe llevarse a cabo la valuación de los instrumentos, la cual debe ser segregada de las actividades de administración de activos y con periodicidad diaria.

En opinión de Fitch, el uso de los proveedores de precios y valuadores externos es más valiosa en los mercados en los que no existe un alto nivel de negociación o en los que existe un alto volumen de activos ilíquidos, lo que implica que el mercado esté utilizando precios desactualizados. Asimismo, proporciona una mayor transparencia en la información; permite efectuar un mejor análisis comparativo; y facilita la prevención de posibles conflictos de interés.

En el caso de las administradoras de grupos financieros, en las que las unidades de negocio afiliadas valúan los instrumentos que integran los portafolios bajo administración, los reguladores previenen el surgimiento de posibles conflictos de interés, a través de la especificación detallada y formalizada de la segregación y la forma en que se debe realizar dicha valuación así como el cálculo de los precios, en caso de que no existan cotizaciones para determinados valores en alguna fuente oficial.

**Tabla 2**

**Comparativo de Algunos de los Aspectos Esenciales de la Regulación en Latinoamérica**

Concepto	Valuación y Proveeduría de Precios	Depósito y Custodia	Calificación
Argentina	<p>Los precios son provistos por el Mercado Abierto Electrónico y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.</p> <p>Cuando no haya cotización se fijan los parámetros a ser seguidos por las administradoras.</p> <p>No hay agencia de precios.</p>	<p>Los valores deberán estar individualizados bajo la titularidad de la sociedad depositaria y permanecer en custodia en entidades autorizadas.</p>	<p>La calificación es opcional. No obstante, actualmente algunos inversores institucionales requieren aún cierto nivel de calificación para poder invertir por políticas internas.</p>
Brasil	<p>La fijación de precios a los activos tiene que ser desempeñada por el administrador fiduciario. Las metodologías de fijación de precios tienen que ser descritas en los manuales que deben ser registrados con el regulador. Asimismo, se cuenta con foros colegiados por parte del regulador para determinar las mejores prácticas de mercado en la modelación de activos.</p>	<p>La custodia es un servicio obligatorio y debe ser desempeñado por proveedores autorizados seleccionados por los administradores. Las transacciones del fondo deben ser determinadas en cuentas determinadas y deben ser registradas en los sistemas oficiales centralizados.</p>	<p>Las calificaciones son un servicio opcional.</p>
Chile	<p>Existen requerimientos de valorización para los fondos y los activos. Según el tipo de activo, ciertos fondos deberán contratar servicios de tasaciones independientes. Para los fondos de deuda local, el regulador ha establecido un sistema de valorización único de precios, provisto por un proveedor único.</p>	<p>Los valores susceptibles de ser custodiados deberán encargarse a una empresa de depósito de valores autorizada. Para los activos no susceptibles a ser custodiados se hace referencia a la custodia física, a través de rigurosas medidas de seguridad.</p>	<p>Es obligatoria sólo en los fondos a ser adquiridos por las administradoras de fondos de pensión.</p>
Colombia	<p>Se señalan las políticas de clasificación, valoración y contabilización de inversiones, en donde se detallan los procedimientos a seguir para valorar cada tipo de activo.</p>	<p>Se debe entregar la custodia de los valores a una sociedad autorizada, que pueden ser sociedades fiduciarias y depósitos centralizados de valores.</p>	<p>El requisito es indirecto ya que los inversionistas institucionales sólo pueden invertir sus recursos en fondos de inversión que cuenten con calificación crediticia.</p>
Costa Rica	<p>La valuación debe ser diaria. Se puede utilizar una metodología de valuación pública y registrada por un proveedor de precios debidamente autorizado, o la administradora puede registrar una metodología propia para valores que no puedan ser determinados.</p>	<p>La función de custodia cuenta con su propio reglamento y es ejecutada por entidades autorizadas y que cumplen con requisitos mínimos del regulador.</p>	<p>Es requisito regulatorio para los fondos de inversión abiertos o cerrados financieros y no financieros, constituidos bajo la legislación costarricense.</p>
México	<p>Deben utilizar los precios otorgados por los proveedores de precios autorizados.</p> <p>Deben realizar la valuación diariamente y pueden optar por la contratación de personas autorizadas.</p>	<p>Los activos objeto de inversión deberán estar depositados en una cuenta que cada sociedad mantendrá en una institución para el depósito de valores.</p>	<p>Es requerida por la autoridad solamente en el caso de los fondos de deuda.</p>

Fuente: Regulación de cada país listado.

### Calificación de los Fondos

Al observar la regulación de los diversos países destaca la importancia que le otorgan a la calificación de los fondos de inversión de deuda, al requerirse en la mayoría de ellos, ya sea en forma directa (Costa Rica y México) o indirecta; esto es cuando los fondos -que están por ser objeto de inversión institucional o de fondos de pensiones- requieren contar con una calificación (Colombia y Chile). En Brasil y Argentina la calificación del fondo es opcional.

Fitch considera significativa la importancia que los reguladores han otorgado a las calificaciones, que por una parte, representan la opinión de un tercero sobre los diferentes riesgos de los portafolios y, por otra, constituyen una fuente adicional de información para los inversionistas.

### Convergencia hacia un Marco Regulatorio más Robusto

Fitch observa una fuerte regulación en los países en los que tiene presencia a través de la calificación de los fondos de deuda, la cual está enfocada a otorgar un marco normativo robusto a las administradoras y a sus fondos. Esto con la intención de generar las condiciones adecuadas para la operación de los mismos y brindar una mayor transparencia y calidad en la información proporcionada a los inversionistas.

Las diferencias que Fitch observa en las regulaciones de los países analizados corresponden, en mayor medida, a cuestiones de forma; ya que prevalecen similitudes en los lineamientos para los aspectos que la calificadora considera esenciales para la operación de los fondos. No obstante, existen algunas áreas de oportunidad que pudieran favorecer la unificación de la información en cada mercado; como por ejemplo, el uso de proveedores de precios en aquellos países con mercados de capitales poco profundos; así como la estandarización de medidas de riesgos básicas que permitan una mejor comparación entre los fondos.

En opinión de Fitch, la regulación en Latinoamérica se ha robustecido durante la última década, al enfatizarse los aspectos que cada regulador considera fundamentales dentro de su mercado. Asimismo, la calificadora estima que la regulación seguirá avanzando en la búsqueda continua de un fortalecimiento en los procesos de las administradoras y sus fondos, con el fin de salvaguardar los recursos de los inversionistas y mantener una adecuada transparencia y un acceso fácil a la información. No obstante, cada país enfrenta sus propios retos, dado que existen diferencias significativas en cuanto a tamaño, instrumentos y participantes que conforman cada mercado. Asimismo, a medida que continúe incrementándose la sofisticación y globalización de los mercados, los marcos regulatorios deberán tender hacia una mayor homologación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2013 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. 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, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch 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 o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch 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 la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, 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 o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch 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 Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch 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 a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch 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 Fitch 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 Fitch. Fitch 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. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.